Università
Ca'Foscari
Venezia

Laurea Magistrale in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Cartolarizzazione e garanzie pubbliche: analisi delle garanzie MCC in periodo Covid-19

Relatrice

Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureando

Gilberto Rossetto

Matricola 878416

Anno Accademico

2023/2024

Alla mia famiglia

Indice

1 Introduzione **2**

2 La cartolarizzazione dei crediti **4**
2.1 Aspetti tecnici della Securitization 8
2.1.1 Processo e caratteristiche dell'operazione 8
2.1.2 I partecipanti: ruoli e responsabilità dei soggetti coinvolti . . 16
2.2 Storia del mercato della cartolarizzazione 22

3 Aspetti legali della cartolarizzazione **28**
3.1 Cartolarizzazione prima della legge 130 28
3.2 La legge 30 aprile 1999, N.130 31
3.3 Aggiornamenti della legge 130 43

4 Il mercato italiano della cartolarizzazione **48**
4.1 I primi anni 48
4.2 Mercato italiano ad oggi 51

5 Pandemia e fondo di garanzia **53**
5.1 Introduzione alla pandemia e il suo impatto economico 53
5.2 Caratteristiche e funzionamento del fondo 57
5.3 Decreto legge 8 aprile 2020 61
5.3.1 Articolo 13 63
5.4 I numeri della garanzia 66

6 Cartolarizzazione dei crediti garantiti **73**
6.1 Obiettivo di ricerca 73
6.2 Il mercato dei titoli garantiti 75
6.3 Tema dell'azzardo morale 77
6.3.1 Possibili problematiche 77
6.3.2 Studio scientifico 78
6.4 Performance delle note e velocità nella riscossione 82
6.4.1 Descrizione operativa e benefici 82
6.4.2 Studio delle performance 84
6.4.3 I tempi di riscossione 86
6.5 Implementazione modelli di rating 90

7 Conclusione **95**

Riferimenti bibliografici **97**

1 Introduzione

La cartolarizzazione è una fra le tecniche finanziarie più innovative degli ultimi tempi, in grado di condurre le imprese (operanti soprattutto nel settore del credito) ad una gestione più efficiente delle proprie risorse. È un particolare strumento di finanza strutturata che sta assumendo un ruolo sempre più centrale nei mercati finanziari, rappresentando una strategia efficace per la gestione e il trasferimento del rischio di credito ed uno strumento alternativo di finanziamento. Questo processo consente agli istituti finanziari e tante altre società di trasformare crediti difficilmente cedibili in strumenti negoziabili, ottenendo così uno strumento alternativo con cui operare nel mercato dei capitali e gestire la propria struttura patrimoniale. In questo modo, nel corso del tempo, il ventaglio di crediti possibilmente cedibili si è ampliato a dismisura, con la legislazione attuale che ha permesso la selezione e cessione di una vasta gamma di tipologia di attivi.

In questo contesto il presente studio si concentra su una fattispecie specifica ed innovativa della cartolarizzazione: l'effetto delle garanzie fornite dal Fondo di Garanzia per le PMI (MCC) sulle operazioni di cartolarizzazione.

Durante il periodo pandemico dovuto al diffondersi del virus Covid-19, molte imprese italiane si sono ritrovate ad affrontare un forte periodo di crisi. La sopravvivenza di molte aziende è passata attraverso la richiesta di finanziamenti presso gli istituti di credito più comuni: le banche. Per far sì che le aziende riuscissero ad ottenere la liquidità necessaria sono state emanate una serie di deroghe sulle garanzie offerte dal Fondo di Garanzia per le PMI. Questa nuova situazione si è trasformata nel periodo di massima operatività da parte del fondo e da parte delle banche, le quali, hanno avuto modo di erogare una grossa quantità di crediti assistiti dalla garanzia statale. L'effetto combinato del crescente ricorso alla tecnica della cartolarizzazione da parte degli intermediari finanziari italiani, e la crescita dei portafogli di finanziamenti con garanzia statale, è sfociato nella creazione di una grossa quantità di operazioni di cartolarizzazione di portafogli derivanti dalle garanzie.

L'obiettivo principale della ricerca sarà quello di analizzare l'apporto di questi crediti garantiti al mercato delle cartolarizzazioni valutando i possibili vantaggi apportati, anche in relazione delle criticità legate alla presenza della garanzia MCC. Partendo da un'analisi teorica generale sulle cartolarizzazioni si arriverà ad introdurre il tema della crisi da Covid-19 e delle garanzie statali emesse sui crediti.

Nello studio empirico verranno esaminati i potenziali effetti di moral hazard e le dinamiche di performance sulle note[1] emesse. La ricerca si propone di portare un contributo alla letteratura esistente sulle garanzie offerte alle piccole-medie imprese, concentrandosi non soltanto sull'effetto di queste in relazione ai benefici creati ai richiedenti, ma anche sul loro effetto nel momento in cui questa garanzia è diventata un elemento caratterizzante e determinante in tutta una serie di operazioni di cartolarizzazione. Si vuole evidenziare come la presenza di una garanzia pubblica possa influenzare le caratteristiche delle operazioni di cartolarizzazione e la loro efficacia in termini di mitigazione del rischio di credito.

[1] Nell'elaborato verrà spesso utilizzato il termine "note" con riferimento ai titoli derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione

2 La cartolarizzazione dei crediti

La cartolarizzazione (chiamata in inglese *securitization*[2] e in francese *titrisation*) è una tecnica finanziaria che ha rivoluzionato il modo in cui le istituzioni finanziarie possono gestire e trasferire il rischio di credito. In termini semplici, la cartolarizzazione consiste nel trasformare un insieme di flussi di cassa derivanti da attività illiquide (come prestiti o mutui) in titoli negoziabili su mercati regolamentati. Tali titoli possono essere dotati o meno di un rating e prendono il nome di titoli *'Asset Backed Securities'*, chiamanti più semplicemente "Titoli ABS".
Grazie all'utilizzo di questo processo, attività considerabili prettamente immobilizzate e di limitata liquidità, riescono a circolare come qualsiasi altro strumento finanziario nel mercato dei capitali.

La *securitization*, tuttavia, non rappresenta la prima fattispecie regolamentata per lo smobilizzo dei crediti. Il nostro ordinamento ha visto nelle operazioni di *factoring* una prima soluzione utile alla cessione di crediti commerciali a titolo oneroso. Il factoring viene comunemente definito come il contratto mediante il quale un imprenditore (cedente) trasferisce o si impegna a trasferire a titolo oneroso ad una società specializzata (il factor) i crediti, presenti o futuri, derivanti dall'esercizio dell'impresa, nei confronti della propria clientela (P.Bontempi, 1999).

Come si nota dalla descrizione appena fornita dell'operazione di factoring[3], la differenza caratterizzante della securitization risulta lampante. L'idea innovativa consiste nella trasformazione dei crediti immobilizzati, e sostanzialmente illiquidi, in titoli negoziabili e dotati di rating. Inoltre, i crediti selezionati e ceduti diventano un vero e proprio patrimonio separato all'interno del bilancio della società veicolo .

[2]Nel paper verrà utilizzato il termine *Securitization* come da dottrina USA. Va però ricordato che successivamente, con il diffondersi delle operazioni in EU, venne introdotto il termine *Securitisation*

[3]Un cenno su due operazioni assimilabili al factoring ma finalizzate al sostegno dell'esportazione: il Confirming ed il Forfaiting. Nel Confirming, delle società chiamate *confirming houses* si obbligano a garantire il pagamento di un credito a fronte di un'operazione di esportazione, ottenendo i diritti per la riscossione. Nel Forfaiting invece l'esportatore effettua una vera e propria vendita delle cambiali emesse ad un istituto bancario o finanziario estero.

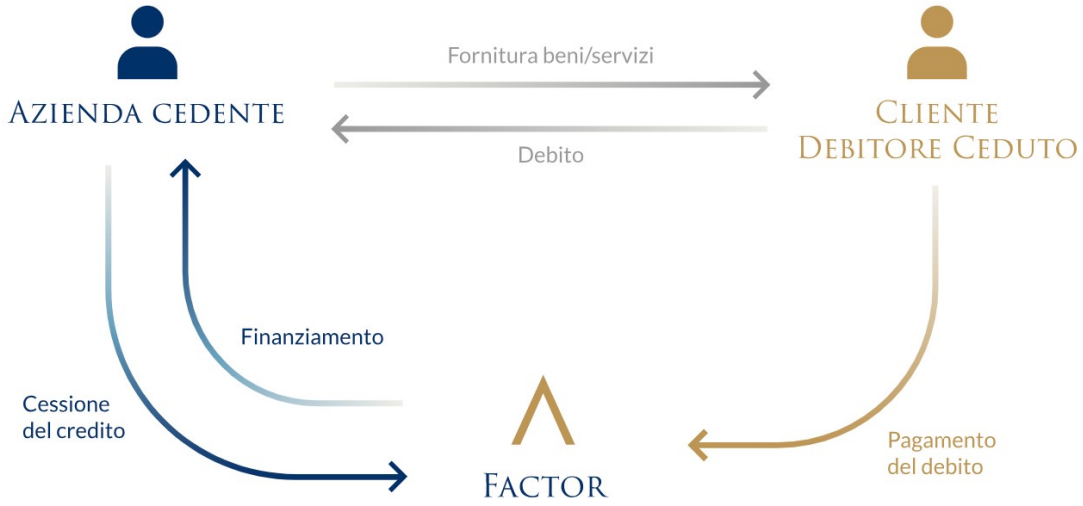


Figura 1: Struttura operazione di factoring.
Source: Mediobanca, 2024

Una definizione alternativa e più generale della cartolarizzazione è la seguente: "la *securitisation* consiste nell'impiego di una conoscenza più elevata sul comportamento finanziario atteso di particolari attività, contrapposta alla conoscenza sul comportamento finanziario atteso del detentore originario delle stesse attività, con il supporto di una struttura finanziaria più efficiente" (F.Colagrande et al., 1999).

Tale definizione descrive vari aspetti che vanno analizzati:

- Sono fondamentali in operazioni di questo genere le informazioni che si possono ricavare sulle attività sottostanti: rendimento netto, tasso di insolvenza, ritardo medio di incasso, ecc...

- Uguale valutazione va svolta sul soggetto cedente, ossia la misurazione del suo merito di credito, che per definizione nasce da un'analisi di tutte le sue componenti di gestione ed attività

- Infine, la *struttura finanziaria più efficiente* fa riferimento alla necessità di un ente giuridico adibito appositamente per la costruzione di queste operazioni

Questo processo permette alle banche ed altre istituzioni finanziarie di migliorare la

propria situazione patrimoniale, ed in generale rappresenta uno strumento flessibile con cui poter operare nel mercato dei capitali.

I vantaggi della cartolarizzazione

Lo strumento della cartolarizzazione ha rappresentato e rappresenta tutt'ora un valido sistema con cui operare nel mercato dei capitali. Dalle grandi banche d'affari alle realtà più piccole ed eterogenee, tutti possono trarne vantaggi. I principali driver nella scelta di questi strumenti sono i seguenti:

- **Riduzione dei costi di finanziamento**: Indipendentemente dal fatto che si tratti di debito a medio termine garantito da attività, commercial paper o azioni privilegiate, le attività possedute da una società possono essere utilizzate per strutturare un titolo di qualità creditizia superiore e, quindi, a un costo di mercato inferiore. Come esempio prendiamo la multinazionale Ford Motor che emette finanziamenti per facilitare la vendita delle proprie vetture al pubblico. Successivamente raccoglie questo pool di crediti emessi e li cartolarizza, ottenendo nuova liquidità da utilizzare per nuovi finanziamenti, e così via. Un'operazione di questo genere evita alla società l'emissione di nuovo debito più costoso, che andrebbe così a gravare sul costo dei finanziamenti offerti agli acquirenti (Douglas Gimple, 2023).

- **Risparmio di capitale**: Quando ci si trova di fronte a restrizioni finanziarie, come ad esempio dei nuovi e restringenti requisiti normativi di capitale, un'operazione di cartolarizzazione, che si qualifica come una vendita di attività per scopi contabili, riduce la necessità di capitale ottenibile tramite mezzi più dispendiosi (come, ad esempio, la liquidazione di unità aziendali).

- **Finanziamenti bilanciati**: A seconda della struttura scelta, la cartolarizzazione può offrire un finanziamento perfettamente abbinato. Con

un'adeguata costruzione si può eliminare l'esposizione al rischio di finanziamento.

Facendo riferimento alla riduzione dei costi di finanziamento si nota come il beneficio creato dall'operazione non solo vada a favore delle società, ma anche verso gli acquirenti che necessitano di finanziamenti di qualsiasi genere. Un sistema così costruito facilita l'accesso al credito alle famiglie, che in questo modo, incrementano la velocità ed efficienza del mercato dei capitali. Studi più approfonditi sono andati ad indagare le differenze in termini di quantità sui crediti emessi dalle banche, differenziando se queste ultime utilizzassero o meno tecniche avanzate di trasferimento del rischio di credito. I risultati mostrano un aumento permanente del loro livello di prestiti target di circa il 50% (Goderis et al., 2007).

Altri studi evidenziano inoltre che la cartolarizzazione riduce l'impatto della condizione finanziaria delle banche sull'offerta di credito. In questo modo il costo sui depositi e le attività illiquide detenute dalle società finanziarie, che vanno quindi ad impattare i bilanci delle medesime, non influenzano l'offerta di prestiti erogati al mercato (E.Loutskina e P.E.Strahan, 2009).

Anche gli investitori finali possono trarre vantaggio dai titoli emessi tramite operazioni di finanza strutturata. Questi offrono rendimenti più elevati rispetto ad altri strumenti finanziari con qualità creditizie simili e, in generale, una migliore protezione dal rischio di credito. Permettono di ottenere una certa flessibilità, in quanto i flussi di pagamento possono essere strutturati in modo da soddisfare delle esigenze specifiche. Inoltre, liberano gli investitori dalla necessità di acquisire una conoscenza dettagliata delle attività sottostanti grazie all'introduzione di strumenti di copertura del rischio (come i *credit enhancements* strutturali e i pool di attività diversificati) (Office of the Comptroller of the Currency, 1997).

Tali caratteristiche soddisfano le esigenze di fondi pensione, compagnie di assicurazione e altri investitori istituzionali che desiderano titoli a reddito fisso sicuri con flussi di pagamento specifici. Lo strumento della cartolarizzazione assume in questo contesto una doppia valenza positiva, sia guardando alla domanda che all'offerta.

2.1 Aspetti tecnici della Securitization

2.1.1 Processo e caratteristiche dell'operazione

La securitization rappresenta una tecnica finanziaria avanzata che consente di trasformare attività illiquide in strumenti negoziabili sul mercato. Questo processo è particolarmente diffuso nel settore bancario e finanziario, in quanto permette agli istituti di credito di liberare risorse e ridurre il rischio di credito. Ora si andrà ad analizzare nel dettaglio il funzionamento di questa operazione, specificando le sue caratteristiche principali ed i vari soggetti operanti.

Il processo inizia con la selezione di un portafoglio di attività finanziarie, ad esempio: mutui ipotecari, prestiti auto, carte di credito, cessioni CQS (*"quinto dello stipendio"*) ecc. Queste attività vengono poi cedute (da un soggetto chiamato *"Originator"*) a una società veicolo chiamata *Special Purpose Vehicle* (SPV), che per finanziare l'acquisto emette titoli nel mercato. Gli investitori acquistano questi titoli pagando un determinato prezzo e così ottengono il diritto sui crediti del portafoglio sottostante.
La peculiarità è insita proprio in questo passaggio, l'acquisto dei titoli fornisce il diritto sui crediti ad esso associati. In questo modo il titolo si differenzia da un normale titolo di debito, in quanto non prevede un mero rimborso ottenibile dal debitore e tutto il suo patrimonio.

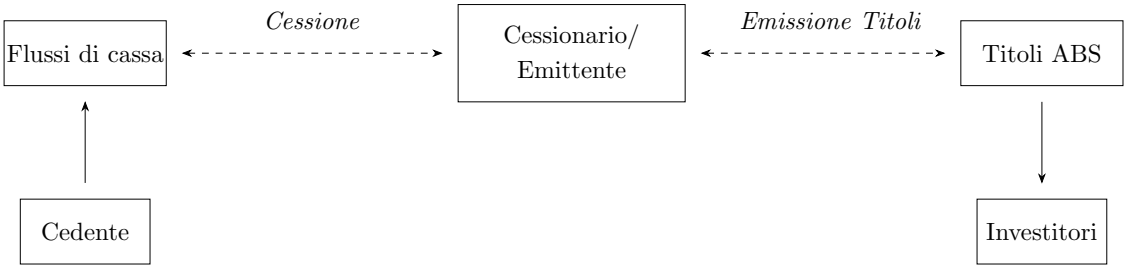


Figura 2: Schema di un'operazione di cartolarizzazione

Una descrizione basilare di un'operazione si evince dalla Figura 2, che ne mostra i passaggi fondamentali:

1. Cedente che identifica i flussi di cassa da cartolarizzare

2. Cessione del portafoglio tramite un prezzo di acquisto

3. Emissione di titoli al pubblico di investitori

Prima fase riguarda la scelta delle attività da cedere. Società finanziarie e industriali andranno a identificare un pool di crediti secondo alcune caratteristiche, in modo tale da creare un portafoglio di attività le cui performance attese siano coerenti con le qualità richieste dai titoli finali [4]. Una particolarità delle operazioni di cartolarizzazione è insita proprio in questa fase. Solitamente la dottrina economica suggerisce la "diversificazione" dei crediti come strumento fondamentale per la riduzione del rischio. Tuttavia, nella fattispecie della cartolarizzazione, questo principio non viene seguito. Diverse classi di attività, infatti, vengono selezionate e mantenute separate in modo tale da creare dei portafogli di natura omogenea sia da un punto di vista giuridico che finanziario (mutui, crediti al consumo, finanziamenti leasing, ecc...). Si avranno schemi di rimborso omegenei, sia in linea capitale che in linea interessi, nonché dei parametri di indicizzazione e della percentuale di insoluti (P.Bontempi, 1999)[5].

I crediti cartolarizzabili possono essere di svariato genere, sia esistenti che futuri (come crediti commerciali di una società corporate). Sono validi tutti gli attivi che

[4]Nel gergo questa attività di selezione prende il nome di "*Design Stage*"

[5]La cartolarizzazione può prevedere sia crediti così detti *in bonis* sia crediti in sofferenza. La possibilità di cedere crediti in sofferenza o incagliati assume particolare importanza per le banche, le quali si trovano a dover costituire adeguate riserve dirette a garantire i rischi insoluti e ciò determina ovviamente problemi di immobilizzazione di risorse finanziarie che potrebbero essere altrimenti utilizzate. La cessione di questi crediti comporterà la realizzazione di corrispettivi certamente modesti, ma implicherà per la banca cedente la possibilità di liberare disponibilità finanziarie delle riserve accantonate e per il cessionario la possibilità di elevati utili se ridurrà il livello di insolvenza

generano un flusso di reddito sufficiente a soddisfare le attese degli investitori dei titoli ABS.

Cedenti	**Attivi**
Banche	Prestiti commerciali, portafoglio obbligazionario, mutui ipotecari
Commodities	Crediti futuri
Società	Crediti commerciali e beni immobiliari
Stati sovrani	Privilegi tributari e finanziamenti pubblici
Società finanziarie	Crediti al consumo, prestiti garantiti e non, mutui societari

Tabella 1: Soggetti e tipologie di attivo idonei alla securitization
Source: Le operazioni di Securitization (F.Colagrande et al., 1999)

Come vediamo dalla Tabella 1 i flussi di cassa da cartolarizzare possono derivare dalle più svariate tipologie di attivi, ma devono avere dei requisiti minimi:

1. Essere segregabili

2. Essere stimabili con una certa approssimazione

La *securitization* è costruita con le sue caratteristiche per la cessione di crediti a media/lunga distanza. L'articolato meccanismo e l'esigenza di coprire gli interessi riconosciuti a fronte dei titoli emessi, rende particolarmente importante il fatto che i crediti ceduti assicurino al cessionario dei flussi di cassa costanti e per un tempo sufficientemente lungo; importante risulta anche l'importo dei crediti ceduti, che dovrà essere elevato per la copertura dei costi e delle remunerazioni[6] (P.Bontempi, 1999).

[5]Le operazioni di Securitization. Il Sole 24 ore, 1999 F.Colagrande et al., 1999

[6]La creazione e messa in atto della struttura necessaria ad una operazione di cartolarizzazione prevede tutta una serie di costi non indifferenti, come ad esempio le varie commissioni relative alla quotazione in borsa dei titoli e le remunerazioni di tutti gli agenti operativi necessari alla struttura e controllo dell'operazione (vedi paragrafo sugli agenti). Per tale motivo la grandezza del portafoglio ceduto, e la relativa emissione di titoli, dovrà essere adeguatamente grande da garantire la liquidità per tutte queste uscite di gestione

Indispensabile è la capacità degli attivi di generare flussi di cassa costanti e durevoli nel tempo. Infatti, un'elevata variabilità dei flussi di cassa rispetto alle previsioni può creare dei mismatches tra questi ultimi e gli importi (capitale ed interessi) che la società veicolo dovrà corrispondere ai portatori dei titoli (P.Gualtieri, 2000).

Una volta individuati i crediti da cedere, la seconda fase prevede la creazione di una società SPV. Viene costituita appositamente per porre in essere una o più operazioni di cartolarizzazione . È un soggetto fiscalmente neutro e definito *bankruptcy remote*, il cui unico scopo è quello di tenere in bilancio le attività trasferite dal cedente e di emettere successivamente titoli ABS. L'SPV è scarsamente capitalizzato [7] e non ha una gestione o dipendenti propri; le funzioni amministrative sono svolte da un fiduciario e le attività sono gestite tramite un accordo di servicing (G.B.Gorton e Souleles, 2006).

Una volta creata l'SPV, il portafoglio di attività viene trasferito dal bilancio dell'emittente al bilancio dell'SPV. La cessione può avvenire *pro-soluto* o *pro-solvendo*, in questo modo viene trasferita o meno la responsabilità sul ceduto. Nella cessione *pro-soluto*, il Cedente (colui che cede il credito) non garantisce la solvibilità del debitore. Questo significa che il cedente, avvenuta la cessione, non avrà più alcuna responsabilità sull'eventuale debitore non pagante. Il rischio dell'inadempimento del debitore viene trasferito interamente al Cessionario (società veicolo). L'inverso avviene con la cessione *pro-solvendo* dove, nel caso in cui il debitore non paghi, il cedente potrebbe rispondere in via di surroga rispetto al debitore principale.

Seconda fase riguarda l'emissione dei titoli. Qui il precedente cessionario diventa Emittente, in quanto, per far fronte alla necessità di liquidità per l'acquisto del portafoglio emette titoli nel mercato. Questi titoli verranno sottoscritti dagli Investitori tramite il pagamento del prezzo di emissione. Viene così raggiunto lo scopo ultimo di un'operazione di cartolarizzazione: rendere liquidi dei flussi di cassa

[7] Tipicamente le società veicolo presentano una capitalizzazione di € 10.000 la cui somma viene fornita da una società stichting di diritto Olandese

che altrimenti sarebbero impossibili da scambiare.

Al fine di rendere attrattivi i titoli così creati, la struttura della securitization prevede alcuni elementi caratterizzanti estremamente tipici. Tali elementi rafforzano la struttura e proteggono il sostentamento dell'operazione.

Un fattore necessario è quello del *Limited Recourse*. Il concetto di *Limited Recourse*[8] è alla base delle emissioni di ABS. Il possessore di un normale strumento di debito (come le più comuni obbligazioni societarie), qualora il debito stesso non venga ripagato, può agire nei confronti dell'Emittente e di tutto il suo patrimonio. Questo invece non accade nelle operazioni di cartolarizzazione. Il sottoscrittore di un titolo ABS, infatti, non potrà aggredire il patrimonio dell'Emittente per recuperare le perdite derivanti dall'investimento. Quest'ultimo sarà tenuto a rimborsare i propri debiti (i titoli ABS) solo e nei limiti degli incassi ricevuti da quella porzione di portafoglio che è stata ceduta all'investitore[9].

Questo principio si collega al concetto di *Non petition*. I portatori dei titoli di un'operazione di cartolarizzazione non possono in alcun modo dichiarare l'insolvenza dell'SPV fintanto che la cartolarizzazione è in essere, sebbene non si stiano creando dei flussi di cassa sufficienti alla remunerazione degli investitori.

Queste clausole così costruite rappresentano quindi la *non fallibilità* del veicolo di cartolarizzazione, che diventa in questo modo un soggetto definito *Bankruptcy-remote Entity*.

Ulteriore presupposto per l'attività di cartolarizzazione è la *segregazione del portafoglio di crediti*. Nel nostro ordinamento, come nella maggior parte degli altri Paesi, vige il principio per cui il debitore risponde nei confronti di ciascun creditore con tutto il proprio patrimonio. Al fine di realizzare la segregazione del portafoglio da cartolarizzare rispetto al rischio di credito del titolare del medesimo, si utilizza lo strumento della cessione del portafoglio ad un altro soggetto. La cessione deve

[8] In italiano prende il nome di *"esigibilità limitata"*

[9] L'investitore possiede dunque il diritto di incasso esclusivamente sul portafoglio cartolarizzato, e non su tutto il patrimonio del soggetto emittente (ovvero la società veicolo)

essere tale da rendere il portafoglio impermeabile alle vicende della cedente (declino del merito di credito, fallimento, ecc.). Questo si traduce nella fattispecie in cui la società Veicolo ha in carico n operazioni di cartolarizzazione, il portatore della *n-esima* operazione potrà rifarsi esclusivamente sul patrimonio di questa *n-esima*, dove per patrimonio si intende il portafoglio di crediti che è stato oggetto di cessione.

Ceduti i crediti, tuttavia, anche il cessionario avrà un suo merito di credito, e quindi sarà caratterizzato da una sua rischiosità che potrebbe influenzare l'operazione di cartolarizzazione. Se la società veicolo fosse costruita come una normale società di capitali, gli investitori potrebbero rifarsi su tutto il patrimonio della società, inoltre il suo eventuale fallimento porterebbe alla caduta di tutte le operazioni di cartolarizzazione messe in atto, quindi alla perdita dei capitali per gli investitori. Come abbiamo evidenziato, però, le clausole della Limited Recourse e della Non Petition garantiscono che questi fattori di rischio "societari" non vadano ad influenzare in alcun modo la buona riuscita dell'operazione.

Credit Enhancements

L'emissione di titoli ABS prevede nella maggior parte dei casi delle forme di *credit enhancements* così da proteggere gli investitori da rischi di insolvenza o illiquidità del veicolo emittente. In questo modo si migliora la qualità del portafoglio sottostante e di tutta l'operazione. Forme di credit enhancements possono essere fornite internamente, esternamente o come combinazione di queste (Figura 3). La loro natura e quantità necessari per ottenere i rating di credito desiderati sono determinati dall'agenzia di rating e dipendono dalle caratteristiche e dalla qualità delle attività sottostanti.

Vediamo ora nello specifico il funzionamento di alcune delle forme di credit enhancements più diffuse:

- Subordinazione delle varie tranches: all'emissione si avranno più categorie di titoli (tipicamente: *senior, mezzanine e junior*) con rating differenti, dove quelli subordinati rinunciano al pagamento della loro parte in quota

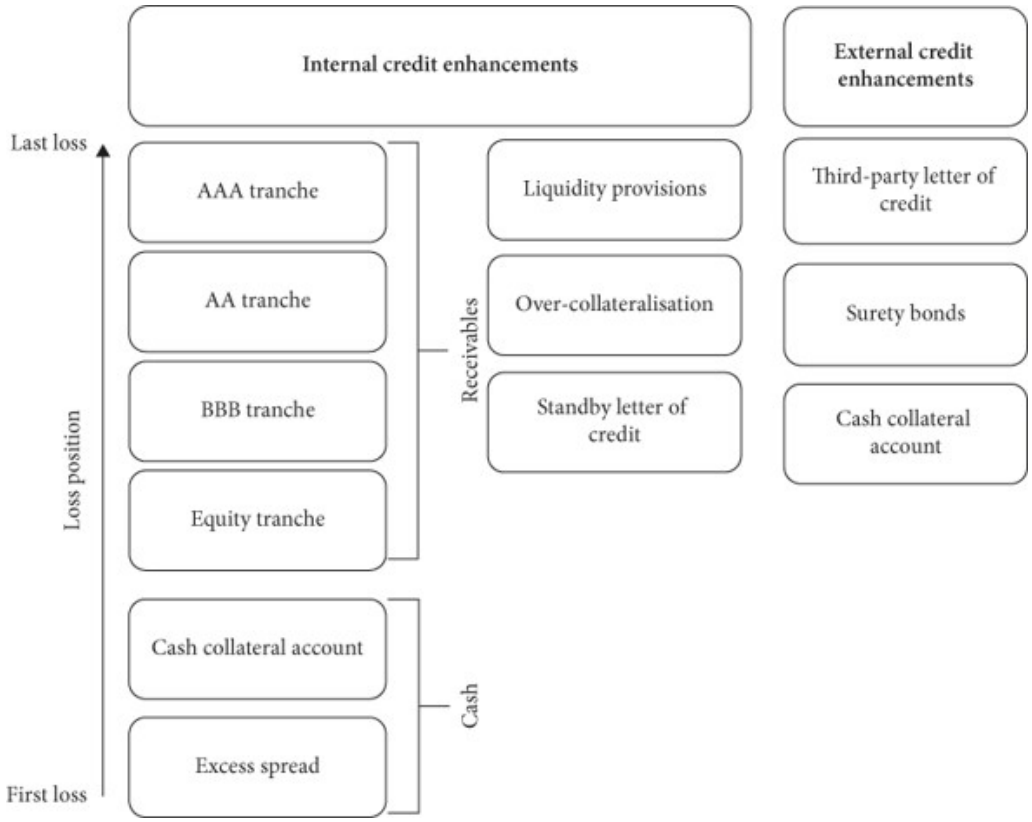


Figura 3: Forme di Credit Enhancements
Source: The Oxford Handbook of Banking, 1999

capitale ed interessi nel caso mancassero fondi per il totale rimborso. In questo modo i titoli senior risultano maggiormente coperti dal rischio di credito. La suddivisione in tranches è essenzialmente un modo per trasferire il rischio di credito; l'intuizione alla base di questa pratica è consentire agli originator di concentrare il rischio di default in una parte della struttura di cartolarizzazione, rendendo così gran parte delle passività quasi prive di rischio. Studi recenti hanno studiato la cartolarizzazione dei portafogli come metodo di diversificazione, ed è stato dimostrato che il processo di *tranching*[10] offre strategie di diversificazione non lineari, che possono ridurre il rischio di fallimento delle singole istituzioni oltre il livello minimo raggiungibile con la diversificazione lineare, senza aumentare il rischio sistemico (M.R.C.Van Oordt, 2014).

[10]Termine tecnico dell'attività

- Una *Cash Reserve* costituibile inizialmente e/o costituita/incrementata nel corso dell'operazione. È un conto intestato all'SPV su cui viene depositata una parte del ricavo di sottoscrizione dei titoli, da utilizzare a copertura di eventuali deficit di cassa; oppure può essere costituito tramite un prestito subordinato concesso dal cedente.

- *Excess Spread*: è la differenza di rendimento tra gli attivi cartolarizzati e il costo medio dei titoli emessi. Questa differenza viene periodicamente accantonata dal veicolo[11].

- Polizze assicurative a garanzia di eventuali perdite sul portafoglio ceduto.

- *Over-collateralization*: in un'operazione che prevede questo strumento il valore nominale del portafoglio attivo è superiore al valore dei titoli emessi nel mercato, riuscendo così a costruire un cuscinetto di liquidità. In questo modo il rendimento in eccesso che verrà a formarsi sulle linee di credito ulteriori, andrà a creare una riserva a copertura dei default in portafoglio.

- Contratti derivati: come, ad esempio, i contratti swap[12], vengono stipulati per la copertura dal rischio di cambio o dal rischio di tasso d'interesse a cui può essere soggetto il veicolo. Può succedere che operazioni siano strutturate con una forma di remunerazione fissa del passivo a fronte di una remunerazione variabile dell'attivo. Questo comporta un potenziale rischio di mancata liquidità in un periodo di andamento avverso dei tassi di interesse.

- Soggetti *BUS* e *BUSF*: acronimi di *back-up servicer* e *back-up servicer*

[11] Fattispecie che può essere attuata nel momento in cui il rendimento degli attivi supera quello dei titoli di un importo considerevole

[12] Contratto di swap è un contratto con il quale due controparti stipulano di scambiarsi una determinata somma di denaro (più comunemente la differenza tra queste) in base alle specifiche del contratto

facilitator. Sono entrambi soggetti che intervengono nella fattispecie del fallimento o scarsa performance del Servicer originario. In questo modo si riesce ad offrire un'ulteriore garanzia a favore dell'operazione. Il BUS interviene propriamente come soggetto sostitutivo al Servicer, mentre il BUSF interviene come soggetto adibito all'individuazione di un nuovo Servicer per l'operazione di cartolarizzazione.

2.1.2 I partecipanti: ruoli e responsabilità dei soggetti coinvolti

Come spiegato precedentemente, nelle operazioni di cartolarizzazione si possono avere le più svariate tipologie di aziende e società cedenti che riescono a cartolarizzare una grande varietà di crediti. Nonostante l'enorme varietà di possibilità le procedure pratiche e i soggetti operanti sono analoghi in tutte le operazioni.

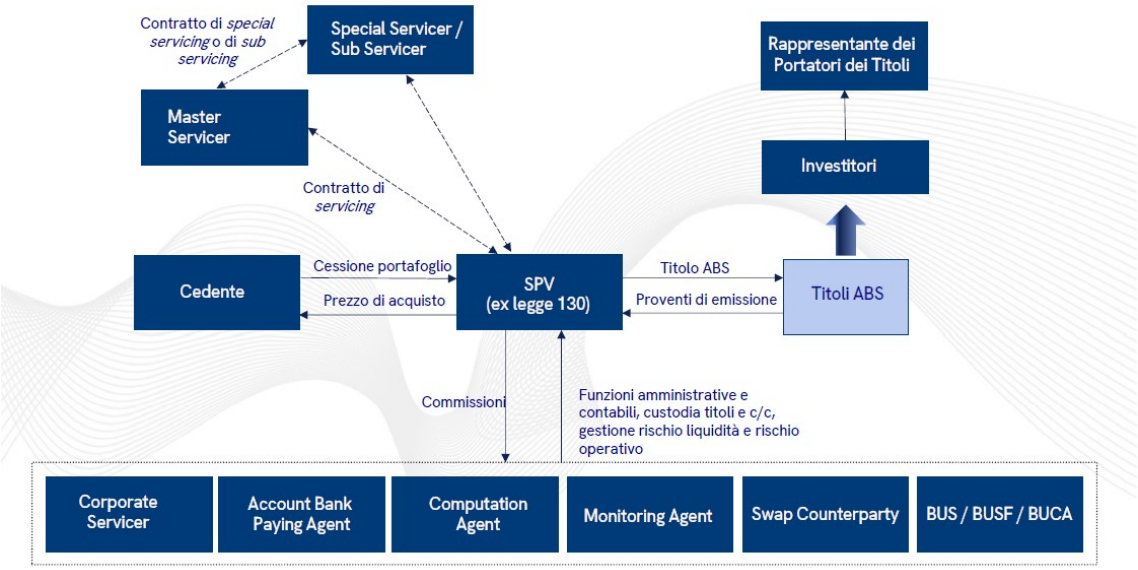


Figura 4: Lo schema di un'operazione di Securitization
Source: Banca Finint S.p.a, 2024

La Figura 4 rappresenta graficamente la conformazione tipica di un'operazione di cartolarizzazione, mostrando nel dettaglio i soggetti principali che intervengono in tutto l'iter operativo.

L'operazione si struttura attorno a 3 centri focali:

1. Il Cedente (chiamato in alternativa *Originator*[13], ossia il titolare dei crediti)

2. La società veicolo adibita ex legge 130 (*Special Pourpose Vehicle*)

3. Gli investitori

Primo centro focale: Il Cedente

In prima istanza va enunciata la figura dell'Arranger (non rappresentato in figura). L'Arranger è il soggetto adibito alla costruzione e progettazione dell'operazione di cartolarizzazione. Solitamente si tratta di banche o più generalmente società finanziarie, quindi figure soggette a vigilanza. Cura la parte più preparatoria del processo, come ad esempio la quotazione in borsa dei titoli e la loro sponsorizzazione. È un soggetto che non figura nella legge 130 sulle cartolarizzazioni, ma viene disciplinato dalla normativa di riferimento in base al settore di appartenenza (TUF o TUB[14]).

Il primo passaggio fondamentale passa dal potenziale cedente, che conferisce il mandato all'Arranger con le informazioni generali dell'operazione. Fornisce ad esempio linee guida, l'ammontare minimo dei crediti che il cedente intende cartolarizzare e il costo massimo complessivo dell'operazione tenendo conto di tutti i vari agenti che parteciperanno.

Secondo centro focale: l'SPV

Secondo centro focale e soggetto caratteristico di queste operazioni è lo *Special Purpose Vehicle*. Viene regolamentato dalla legge 130 che ne fornisce le caratte-

[13]Definizione di Originator: "An entity which: (a) itself or through related entities, directly or indirectly, was involved in the original agreement which created the obligations or potential obligations of the debtor or potential debtor giving rise to the exposures being securitised; (b) purchases a third party's exposures on its own account and then securitises them" (ESMA, n. d.)

[14]Rispettivamente: *Testo Unico Finanziario* e *Testo Unico Bancario*

ristiche. È una società nata e pensata solamente allo scopo della realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione[15]. Ciò rappresenta una forma di garanzia per gli investitori che in questo modo non devono indagare il complesso di attività in pancia all'Originator, ma solamente per la fetta riguardante ai crediti ceduti. Il rischio è così limitato al portafoglio cartolarizzato. La costituzione della società non può avvenire in uno stato a piacimento. I titoli emessi, una volta quotati presso una Borsa, devono godere dello stesso trattamento fiscale di tutte le altre emissioni collocate sul mercato dei capitali[16].

Terzo centro focale: Gli investitori

Terzo ed ultimo punto focale sono gli Investitori, che in quanto tali rappresentano i veri finanziatori di tutto il processo. Incorporano tutto il rischio e, in base alla tipologia di titolo che sottoscrivono, hanno diritto a delle remunerazioni.

I vari soggetti operanti

Guardando al perimetro dell'operazione abbiamo anticipato la figura dell'Arranger che funge da primo organizzatore dell'operazione, ma lo spettro degli agenti definibili "complementari" è molto più ampio.

Dal lato degli investitori troviamo la figura del RON: "*Rapresentative of Noteholders*". Come suggerisce il nome ha la funzione di rappresentare gli investitori nel contesto dell'operazione e di salvaguardarne i diritti attraverso il monitoraggio dell'andamento dell'operazione. Deve essere consultato e fornire il proprio consenso in relazione a specifici fatti o decisioni attinenti alla cartolarizzazione, quali ad esempio: trigger events, riacquisto dei crediti e modifica della documentazione contrattuale. Gli investitori e le agenzie di rating hanno evidenziato l'importanza e la delicatezza di questo ruolo.

L'SPV rappresenta la società con la maggiore operatività necessaria al buon

[15] Articolo 3, Legge 130
[16] Il sole 24 ore, 1999 (F.Colagrande et al., 1999)

funzionamento dell'operazione. Tale ente però viene fondato con una struttura societaria molto scarna, presenta un amministatore unico e nessun lavoratore dipendente vero e proprio. Per tale motivo è costretta ad affidarsi ad un ampio spettro di soggetti che vadano ad occuparsi della sua gestione ed operatività.

Il Servicer è il soggetto incaricato, tramite contratto di servicing, della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento ai sensi dell'articolo 2 comma 3(c) della legge 130/99. Può essere una banca o intermediario finanziario iscritto nell'albo previsto dall'articolo 106 TUB. Si occupa inoltre della verifica di conformità dell'operazione e redige il prospetto informativo (comma 6-bis). Possiede una duplice operatività ma solo l'attività di cassa e pagamento può essere delegabile. Questa possibilità apre alla nascita di due servicer in contemporanea, ma con mansioni differenti:

1. *Master Servicer*: adibito alle operazioni di vigilanza. Attività non delegabile.

2. *Sub Servicer*: responsabile della gestione della cassa e pagamenti. Attività delegabile.

    - *Special Servicer*: soggetto particolare e presente solo in particolari operazioni, incaricato delle attività di recupero (titolare di licenza ex art. 115 TULPS).

Il *Corporate Servicer* è una società nominata al fine di fornire all'SPV tutti i necessari servizi di gestione amministrativa e societaria. Tra i suoi compiti troviamo:

- Tutti gli adempimenti societari (libro soci, assemblee, ecc.)
- Tutti gli adempimenti contabili
- Tutti gli adempimenti fiscali
- Segnalazioni statistiche a Banca d'Italia
- IAS/IFRS e reporting package per i consolidati

- Relazioni con Monte Titoli / Borsa del Lussemburgo o Borsa d'Irlanda
- Relazioni con Banca d'Italia
- Relazioni con l'Agenzia delle Entrate, Indagini finanziarie e Anagrafe Tributaria

Il *Paying Agent* è il soggetto preposto ad effettuare i pagamenti al portatore dei titoli per conto dell'SPV, solitamente attraverso il clearing system[17]. Nella pratica si tratta di una banca che si impegna ad effettuare tutte le transazioni necessarie al sostentamento dell'operazione.

L'*Account Bank* è la banca presso la quale sono aperti i conti correnti a nome dell'SPV, sui quali sono accreditati i fondi da impiegarsi per effettuare i pagamenti dovuti ai portatori dei titoli e agli altri creditori dell'SPV. Deve in genere godere di un rating a breve termine del debito non garantito e non subordinato che raggiunga i livelli minimi previsti dalle agenzie di rating. Il soggetto deve dunque essere ritenuto un "Istituto qualificato" alla presa in carico dell'attività.

Il *Calculation/Computation Agent* è il soggetto incaricato di predisporre la reportistica relativa all'allocazione dei fondi incassati temporalmente dalla SPV, e di predisporre la reportistica per gli investitori. Rispettivamente denominati: Payment report ed Investor report. La profonda differenza tra i due modelli di reportistica è insita nell'arco temporale di analisi. Di fatto il Payment Report riporta un'immagine puntale dei fondi disponibili e delle varie allocazioni ai sensi dei contratti stipulati in fase di contrattazione. L'Investor Report, invece, ha il compito di mostrare agli investitori finali l'andamento storico dell'operazione; quindi, si struttura come la rappresentazione dell'evoluzione dell'operazione dalla nascita ad oggi.

Swap Counterparty: in operazioni più articolate può essere prevista l'introduzione di strumenti derivati per la copertura dal rischio di tasso o rischio di cambio.

[17] In italiano "sistema di compensazione" è un meccanismo finanziario che facilita e garantisce il corretto completamento delle transazioni tra diverse parti, riducendo i rischi associati al processo di regolamento

In questa fattispecie è necessario un soggetto che copre il mismatch di rendimento tra il portafoglio cartolarizzato e il rendimento dei titoli ABS emessi dalla SPV.

Il *Monitoring Agent* svolge per conto degli investitori, alcune verifiche sull'attività operativa dello Special Servicer. È un ruolo introdotto nelle operazioni di NPLs pubbliche dotate di GACS e in alcuni casi, su richiesta degli investitori, nelle operazioni NPLs prive di garanzia pubblica.

Tra le sue principali mansioni troviamo:

- Convocare e sottoporre al comitato degli investitori le richieste per l'approvazione delle transazioni relative ai singoli crediti che non rientrano nelle griglie dei poteri di autonomia delegati al servicer

- Verificare e ri-performare i ratio del portafoglio, con particolare focus sull'andamento dei recupero rispetto agli obiettivi del business plan[18].

- Produrre un report sull'attività e la rendicontazione svolta dal servicer sugli attivi cartolarizzati

- Verificare le fees dello *Special Servicer*

[18]Il Business Plan è un documento strategico che delinea le modalità operative, le tempistiche e le previsioni finanziarie per la gestione e il recupero dei crediti inclusi nel portafoglio cartolarizzato. Questo piano è essenziale per gli investitori e per le società di servicing, poiché fornisce una roadmap dettagliata su come si prevede di massimizzare i recuperi e ottimizzare i flussi di cassa derivanti dai crediti ceduti

2.2 Storia del mercato della cartolarizzazione

La cartolarizzazione dei crediti ha visto la sua nascita nel mercato degli USA verso la fine degli anni '70 con l'operazione di mutui ipotecari messa in atto da un'agenzia governativa statunitense, la *Government National Mortgage Association* (Berger et al., 2019). Si sono susseguite poi le cartolarizzazioni su: carte di credito, acquisto di autovetture, attività di leasing ...

A partire dagli anni '90, arrivando alla metà degli anni 2000, si registrò la grande crescita del mercato statunitense della *securitization* guidata dallo sviluppo sia della domanda che dell'offerta generale. Grosse banche hanno sfruttato tali strumenti per migliorare i propri ratio di bilancio dato che il mercato richiedeva un miglioramento dei bilanci delle società finanziare (tutto questo dovuto agli alti livelli di competitività e rischio). Sempre dal lato dell'offerta il mercato immobiliare ha dato una grossa spinta. Dal 1991 al terzo trimestre del 2007, l'indice dei prezzi delle case dell'OFHEO[19] negli Stati Uniti ha registrato aumenti in ogni singolo trimestre, rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente (M.Baily, R.Litan e M.S.Johnson, 2008).

Come si nota dalla Figura 5 il mercato immobiliare ha registrato un andamento ciclico tra il 1975 ed il 1995. Successivamente la crescita è stata costante e rapida fino al 2005. In questo modo il mercato immobiliare venne visto non solamente come attrattivo per l'immissione di nuovi investimenti, ma anche considerabile sicuro. Questo aumento dell'offerta è andato di pari passo con la domanda. Il mercato delle cartolarizzazioni nel periodo precedente alla GFC[20] è stato alimentato dalla grande mole di liquidità gestita da investitori professionali. Questi si ritrovarono con la necessità di strumenti finanziari a basso rischio su cui investire, e i titoli ABS rispondevano bene alle loro esigenze[21].

[19] Acronimo di *"Office of Federal Housing Enterprise Oversight"*: era l'organismo di regolamentazione che in precedenza supervisionava la Federal National Mortgage Association e la Federal Home Loan Mortgage Corporation per garantire che fossero adeguatamente capitalizzate e operassero in modo sicuro.

[20] *Global Financial Crisis*, ossia la crisi del mercato immobiliare del 2007-2008

[21] Come abbiamo visto la natura di questi strumenti permetteva di ottenere dei rating molto

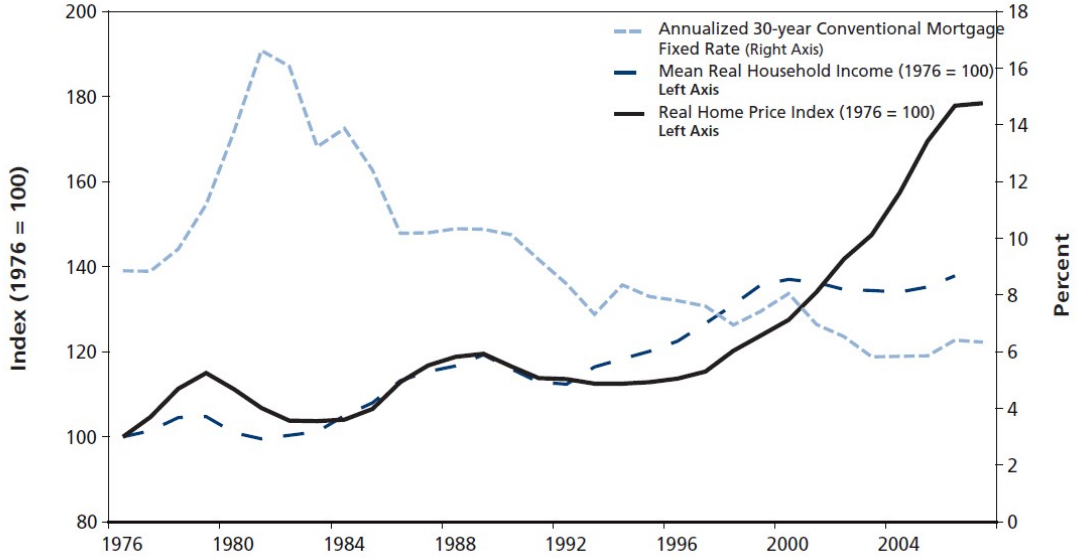


Figura 5: Prezzi reali delle case e reddito reale delle famiglie (1976=100); tasso di mutuo convenzionale a 30 anni
Source: The Origins of the Financial Crisis, 2008

Sempre in quegli anni l'ampia diffusione di questi strumenti di finanza strutturata ha profondamente cambiato l'ossatura stessa del settore bancario. Nel sistema bancario tradizionale, le banche generavano grosse quantità di crediti che venivano mantenute in pancia ai bilanci fino a scadenza. Tuttavia, col passare del tempo e l'innovazione degli strumenti finanziari, si è passati da un modello *originate-to-hold* ad un modello *originate-to-distribute*, dove le varie linee di credito venivano prese in blocco e vendute ad investitori esterni sia in un momento futuro che al momento stesso della creazione.

Nel 1988 le principali banche sul mercato mantenevano in aggregato una quota del 17,6% dei crediti erogati. A partire dal 1990, quando mantenevano in aggregato il 22,2%, le banche capofila hanno iniziato a diminuire la loro quota di crediti erogati, raggiungendo un minimo del 10,5% nel 1999 (V.M.Bord and João A.C.Santos, 2012) (Figura 6).

Da quegli anni il mercato si è notevolmente ampliato fino ad arrivare nel suo picco nel periodo pre-crisi finanziaria.

elevati grazie alla possibilità di selezione degli asset sottostanti

Figura 6: Percenuale di mantenimento di crediti in pancia alle banche
Source: V.M.Bord and João A.C.Santos, 2012

Titoli MBS e ABS hanno dunque rappresentato i primi titoli "fondatori" del mercato. A partire dai primi anni 2000 si è registrata una seconda ondata di cartolarizzazioni nel mercato USA con la creazione dei titoli CDO. Sono strumenti di debito emessi facendo riferimento su un portafoglio di attività molto eterogeneo (come obbligazioni, strumenti di debito, titoli, ecc ...) ma le posizioni del portafoglio più ridotte e di maggior valore nominale. Le CDO possono essere a loro volta classificate in diversi gruppi di attività che differiscono in base alla tipologia di titoli presenti nel pool sottostante. Si hanno così le CBO - *Collateralized Bond Obligation* - con sottostante un portafoglio obbligazionario, oppure le CMO - *Collateralized Mortgage Obligation* - con sottostante un pool di prestiti/mutui. Gli strumenti presenti nel portafoglio si distinguono per rischio e per la qualità dell'emittente; chiaramente, maggiore è la quota di strumenti a basso merito creditizio nel portafoglio sottostante, tanto più elevato risulta il tasso d'interesse associato alle CDO.

La crescita di popolarità di questi strumenti è stata molto repentina. Prendendo come periodo di riferimento i primi 3 trimestri del 2006, l'emissione di titoli CDO si

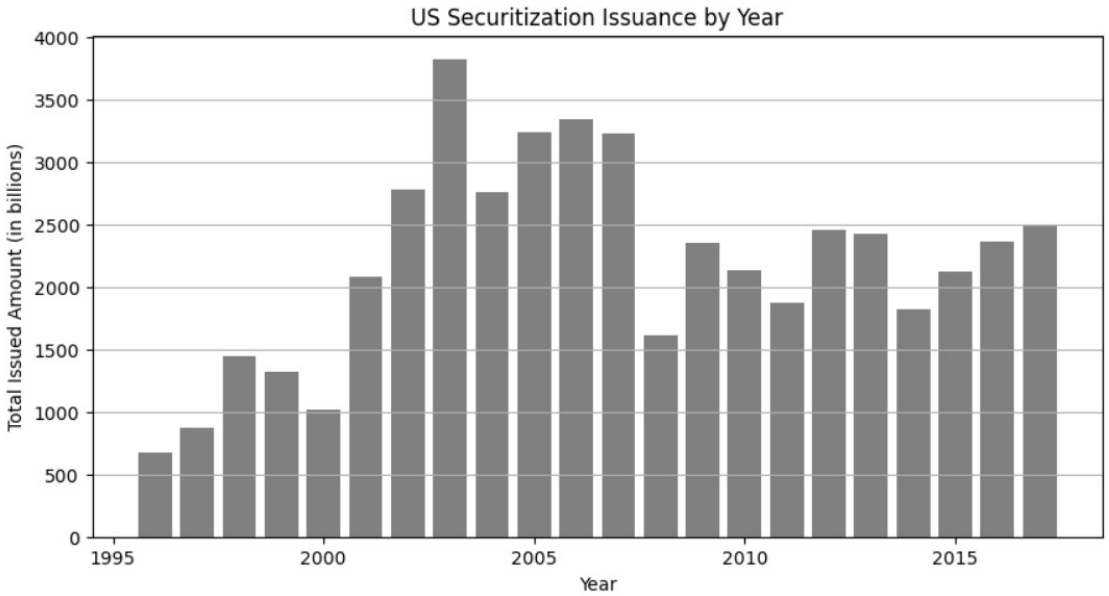


Figura 7: Emissioni di strumenti cartolarizzati nel mercato US
Source: The Oxford Handbook of Banking, 2019

è aggirata intorno ai $322 miliardi portando il mercato dei CDO a fine anno vicino al valore di $2 trilioni, registrando un aumento del 30% rispetto all'anno precedente (Longstaff e Rajan, 2008).

Il mercato della cartolarizzazione fuori dagli Stati Uniti ha visto il suo sviluppo verso la fine degli anni '90, soprattutto in Europa (Figura 8). Questo sviluppo però non fu guidato da particolari agenzie governative[22].
La crescita del mercato europeo ha registrato un'importante accelerazione a partire dal 2004 in poi. I principali driver possono essere individuati in tre fattori principali:

1. Aumento della domanda da parte degli investitori: investitori istituzionali hanno, in quel periodo, aumentato notevolmente la domanda di titoli ABS in quanto riuscivano a garantire un rendimento superiore ai più comuni titoli di stato e permettevano di soddisfare delle esigenze più specifiche[23].

[22]Differenza sostanziale si ha tra i paesi dell'UE ed i paesi di *Common Law* come USA e UK. Paesi come Italia, Francia e Germania devono rispettare un regolamento comune specifico per l'emissione di titoli garantiti da attività. Hanno quindi dovuto emanare leggi specifiche per l'eliminazione di questi ostacoli.

[23]Titoli emessi da operazioni di cartolarizzazione sono facilmente costruibili in base alle proprie esigenze (basti pensare alla vastità di attivi sottostanti che si possono avere)

2. Innovazione tecnologica e finanziaria: grazie al rapido sviluppo di nuove tecnologie tutto il processo di gestione dei dati finanziari ha ottenuto grandi livelli di semplicità ed efficienza, rendendo il processo economicamente più vantaggioso.

3. Entrata in vigore della moneta unica €: la moneta unica, infatti, ha portato una grossa spinta alla crescita del mercato (A.Yener, G.Leonardo e M.David, 2007).

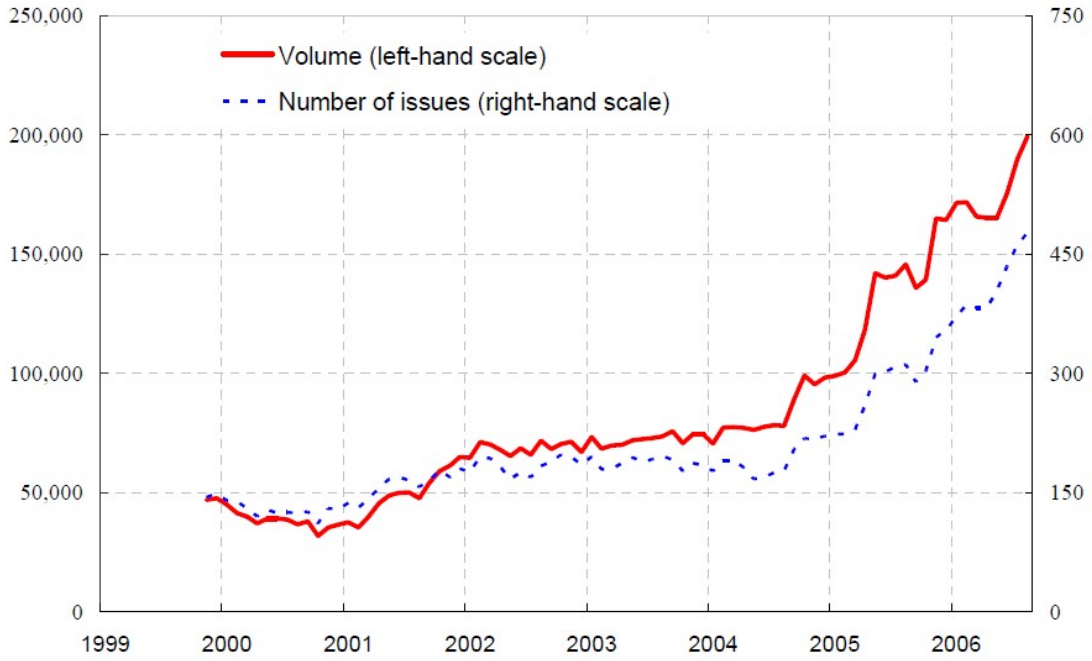


Figura 8: Emissione totale di titoli ABS con denominazione euro ; Dati in Mln di euro
Source: A.Yener, G.Leonardo e M.David, 2007

Il mercato nel periodo antecedente alla grande crisi finanziaria del 2008 ha quindi raggiunto i suoi massimi, registrando importanti e costanti volumi di emissione. La situazione però non poteva definirsi uniforme in tutto il panorama europeo. La cartolarizzazione ha registrato i maggiori volumi di emissione, anche in riferimento al proprio PIL, nei paesi che hanno visto il proprio mercato immobiliare crescere negli anni successivi all'introduzione della moneta unica (Figura 9).

Paesi come Italia, Olanda e Spagna hanno di fatto trainato il mercato delle cartolarizzazioni nei primi anni 2000, sia in valori nominale che in relazione alle

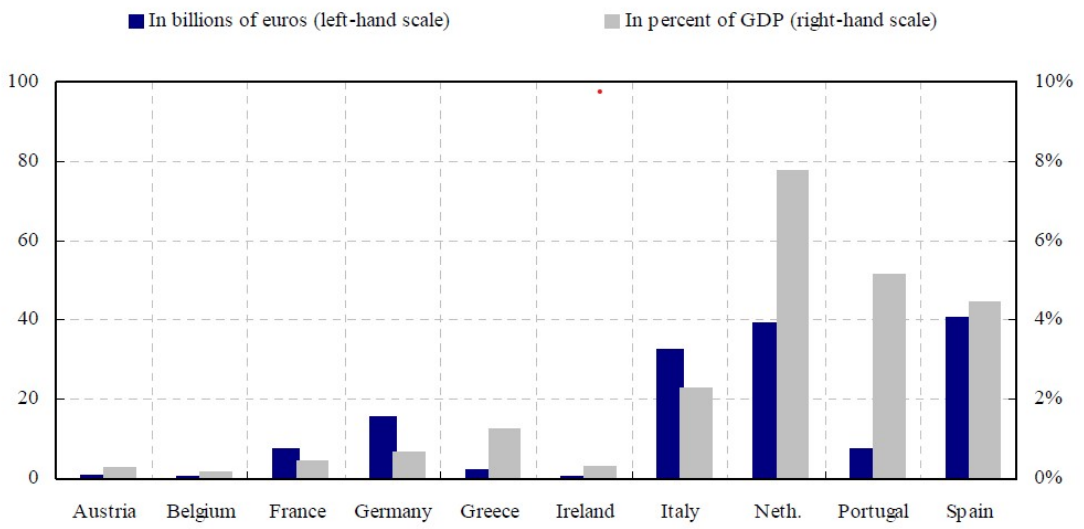


Figura 9: Volumi emissione cartolarizzazione per nazione (2005)
Source: A.Yener, G.Leonardo e M.David, 2007

proprie economie. Titoli RMBS e CMBS nel 2005 hanno rappresentato il 68% di tutte le emissioni europee, fattispecie motivata dall'elevata facilità di trasformazione di questo tipo di prestito, nonché dall'elevata standardizzazione delle tecniche di valutazione del credito che rende più facile per i mutuatari l'aggregazione e la vendita di un gran numero di mutui e più facile per gli investitori valutarli (A.Yener, G.Leonardo e M.David, 2007).

Guardando al lato dei cedenti la quota maggiore del mercato proviene dalle banche commerciali, mentre le società emittenti non finanziarie rappresentano ancora una frazione esigua.

3 Aspetti legali della cartolarizzazione

3.1 Cartolarizzazione prima della legge 130

La cartolarizzazione dei crediti in Italia vede nella legge 130 del 1999 la colonna portante di tutto l'iter operativo. Rappresenta la legge che in definitiva ha aperto il mercato della "securitization" in Italia rimuovendo gli ostacoli che inizialmente ne limitavano l'applicabilità e non permettevano una rapida diffusione di questa tecnica finanziaria. Tale legge venne definita come un "ulteriore tassello nel processo di modernizzazione del sistema finanziario italiano, chiamato ad affrontare sfide poste alla globalizzazione e dall'unione monetaria europea "(G.Artale, A.Pampana e C.Rajola, 2000).

Prima della pubblicazione della legge 130 comunque in Italia vennero effettuate operazioni di cartolarizzazione. Si registrarono operazioni originate sia da società finanziarie che da società non finanziarie. Il numero di operazioni fu molto esiguo, però già nel periodo 1994-1999 ci si accorse dei vantaggi che questo strumento di finanza strutturata potesse dare al mercato dei capitali. In particolare, risultò evidente come tali cessioni permettessero il miglioramento degli indici di bilancio e la gestione della rischiosità del portafoglio.

Ulteriori metodi di sperimentazione sull'utilizzo di schemi di cartolarizzazioni si basarono sulla cosiddetta "*Subparticipation*", uno schema alternativo a quello tradizionale, dove la società veicolo, a fronte dell'emissione di titoli, concedeva un finanziamento ad un soggetto che si impegnava a restituirlo (P.Ferro-Luzzi e C.Pisanti, 2005).

Il vero problema di quel periodo era la mancanza di una disciplina unificata in materia di "securitization" e per tale ragione le operazioni venivano costruite sulla base di schemi giuridici derivanti da diritti esteri, o su normative locali presenti al tempo.

Per quanto riguarda la normativa italiana si faceva riferimento ad altre regole

per la cessione dei crediti:

1. Articoli dal 1260 al 1267 (*Capo V*) del Codice Civile: "*Della cessione dei crediti*". Rappresentano la normativa civilistica su tutta la fattispecie della cessione dei crediti. L'articolo 1260 c.c. consente di trasferire a titolo oneroso o gratuito uno o più crediti verso uno o più debitori, anche senza il consenso di questi ultimi. I crediti non devono avere carattere strettamente personale e il loro trasferimento non deve essere vietato dalla legge[24]. A tale accordo resta del tutto estraneo il debitore ceduto, la cui accettazione e notifica non ha alcuna rilevanza ai fini del perfezionamento del contratto di cessione.

2. D.Lgs. n. 385, 1° settembre 1993: "Disciplina della cessione di rapporti giuridici a banche"

3. Legge n. 52 del 21 febbraio 1991: "Disciplina della cessione dei crediti di impresa". Legge che introduce una regolamentazione della cessione professionale dei crediti di impresa, in presenza di determinate condizioni.

4. Articolo 58 T.U.B: con l'entrata in vigore nel gennaio del 1994 del Testo Unico Bancario, in particolare l'articolo 58, è stata semplificata notevolmente per le banche l'operazione di cessione dei crediti, definendo le modalità ed efficacia della cessione. Viene infatti deliberato che l'effetto nei confronti dei debitori ceduti si ottiene con la pubblicazione dell'avvenuta cessione sulla Gazzetta Ufficiale o con altre forme di pubblicità eventualmente richieste da BI. È inoltre consentito il passaggio automatico al cessionario di tutte le garanzie esistenti sui crediti ceduti con risparmi di imposta e semplificazioni delle formalità di tipo civilistico [25].

Un ventaglio così ampio di normative su cui fare riferimento comportava la

[24] Articolo 1260 Codice Civile
[25] Articolo 58 TUB

nascita di operazioni con strutture molto complesse e articolate. L'obiettivo era la creazione di una serie di contratti che permettessero la realizzazione di:

1. Cessione di attivi ad una società ad-hoc, con lo scopo di creare la separatezza patrimoniale necessaria alla non fallibilità del soggetto

2. Emissione di titoli "asset-backed" finalizzati alla raccolta dei fondi necessari

3. Creazione di un soggetto responsabile della tutela dei portatori dei titoli

4. Implementazione di forme di garanzie per il miglioramento del rating (credit enhancements)

In quel periodo, si cercava di colmare l'assenza di una legge ad-hoc applicando, alcuni principi della normativa esistente, in primis quelli contenuti nella legge sul factoring [26]. Un elemento che accomuna la cessione attraverso operazioni di factoring e operazioni di securitization è sicuramente la centralità assunta dal trasferimento a titolo oneroso di un singolo credito o di una pluralità (P.Bontempi, 1999). La differenza con le operazioni di factoring è data dal fatto che la società di factoring è finalizzata al lucro, e risulta a tutti gli effetti un normale società di capitali. La società SPV, pur qualificabile come imprenditore commerciale, dal punto di vista economico non ha altro interesse se non quello di proteggere gli interessi dei portatori dei titoli attuando la segregazione del portafoglio ceduto (Proto, 1999).

Visti i molti ostacoli all'attuazione di operazioni di cartolarizzazione era necessaria una legge ad hoc che permettesse la risoluzione di una serie di problematiche, quali ad esempio:

- Limiti civilistici all'emissione delle obbligazioni

- Necessità di realizzare una cessione *pro soluto* delle attività, tale cioè da

[26] Legge n.52 del 21 febbraio 1991, *Disciplina della cessione dei crediti d'impresa*

consentirne l'effettiva uscita dal bilancio della società cedente e assicurarne l'opponibilità nei confronti dei terzi (M.Damilano, 2000)

- Problematiche fiscali
- La notifica ai debitori ceduti
- La segregazione del portafoglio cartolarizzato
- Il regime fiscale del patrimonio segregato

3.2 La legge 30 aprile 1999, N.130

Con l'approvazione della legge 130 nel 1999, chiamata *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, anche l'Italia si è ritrovata a poter operare più efficacemente nel mercato grazie allo strumento della cartolarizzazione. Essa, di fatto, costruisce un quadro normativo di riferimento su cui appoggiarsi per tutto l'iter operativo. Sono stati così superati molti problemi che affliggevano il nostro ordinamento, rendendo il panorama italiano ugualmente competitivo rispetto ad altri paesi[27]. La legge così costruita permette di adottare sia la tecnica di cartolarizzazione di origine anglosassone che quella di origine francese[28]. La legge si compone di 7 articoli che coprono tutto il tema della cartolarizzazione dei crediti, dalla natura dell'operazione (articoli 1 e 7) ai soggetti coinvolti (articoli 1, 2 e 3) alle modalità operative (articoli 2, 4 e 5) e arrivando anche agli obblighi fiscali e di contabilizzazione a bilancio (articolo 6).

[27]Uno dei problemi principali era il rapporto necessario tra i titoli di natura obbligazionaria e il patrimonio della società emittente. La normativa civilistica italiana, infatti, impone che il patrimonio societario assuma la funzione di garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi. Per tale motivo l'S.P.V emittente avrebbe dovuto dotarsi di ingenti mezzi patrimoniali, il che avrebbe reso l'operazione di securitization antieconomica e non competitiva.

[28]Modello anglosassone si basa essenzialmente sulla figura della società veicolo, mentre quello franco-ispanico sul binomio fondo-società di gestione

Articolo 1

All'articolo 1 la normativa definisce l'ambito di applicazione, ossia: "le operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti"[29]. Dal primo comma, dunque, emergono già delle caratteristiche necessarie alla costruzione dell'operazione, come la cessione a titolo oneroso e l'individuabilità in blocco dei crediti. L'onerosità evidenzia la componente economica necessaria per il sostentamento dell'operazione, dato che il fine ultimo, va ricordato, è l'emissione di titoli a fronte della cessione. Nella cartolarizzazione di fatto la cessione dei crediti è elemento centrale, ma di un più complesso fenomeno all'interno del quale risulta centrale la tutela degli interessi dei portatori dei titoli (P.Ferro-Luzzi e C.Pisanti, 2005). L'individuabilità in blocco, invece, presuppone l'esistenza di un interesse che unifica sotto il profilo funzionale la pluralità dei crediti interessati, e questo ritrova conferma in due provvedimenti applicativi: l'articolo 58 del TUB e la legge sulla cartolarizzazione. Nel primo caso troviamo che i rapporti giuridici individuabili in blocco sono "i crediti, i debiti e i contratti che presentano un comune elemento distintivo[30] "; nel secondo viene espresso che per crediti individuali in blocco si intende "l'insieme di crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l'omogeneità giuridico-finanziaria degli stessi[31] ".

I crediti cedibili possono essere sia presenti che sia futuri, il che ha posto l'attenzione sull'interpretazione dei cosiddetti "crediti futuri". In aiuto è intervenuto il ministro del tesoro che con il Decreto Ministeriale del 4 aprile 2001, il quale ha definito i crediti futuri nella fattispecie di applicazione della legge 130 come i "crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente". Questa formula basa quindi la definizione temporale del credito come un giudizio sulla possibilità di nascita del credito, che deriva dalla normale attività del

[29] Legge 30 aprile 1999, n. 130; *articolo 1*
[30] *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo 3, Cap.5, sez. 3; Banca d'Italia
[31] Decreto del ministero del Tesoro del 4 aprile 2001. Articolo 2 lettera g

cedente[32].

Proseguendo la lettura dell'articolo 1 vengono enunciati due requisiti per l'applicabilità:

1. Il cessionario sia una società che ha "per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti[33]"

2. Che le "somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti [...] siano destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi ... nonché al pagamento dei costi dell'operazione[34]"

Particolare attenzione va riposta sul comma 1-ter del presente articolo, nel quale il legislatore permette alle società di cartolarizzazione di operare in "*direct lending*", ossia concedere finanziamenti. Inoltre, sempre nel presente comma si fa riferimento alla trattenuta di un "significativo interesse economico", che rappresenta una caratteristica fondamentale delle cartolarizzazioni moderne. In questo modo, infatti, viene garantito il mantenimento del cosiddetto "*Skin in the game*" da parte degli originators, eliminando fenomeni di "Azzardo Morale" che caratterizzavano le procedure selezione dei crediti nelle operazioni di cartolarizzazione[35].

Articolo 2

All'articolo 2 vengono definiti i titoli emessi dalle società veicolo come "strumenti finanziari" e in quanto tali vedono applicarsi le disposizioni del D.Lgs. N 58 del 24 febbraio 1998 T.U.F[36]. Per quanto riguarda la natura di questi nuovi strumenti finanziari il mercato ha rilevato una generica somiglianza ai più comuni titoli obbli-

[32] Definibili quindi come *Crediti futuribili*, ossia di un futuro possibile
[33] Articolo 3, Legge 30 aprile 1999, n.130
[34] Articolo 1, Legge 30 aprile 1999, n.130
[35] Eventi di Azzaro Morale erano tipici in passato durante la selezione dei crediti da cedere da parte degli originators. Venivano, infatti, scelti crediti che massimizzassero le entrate nonostante i rischi fossero maggiori. Le banche erano consapevoli che quei crediti sarebbero poi stati ceduti immediatamente nel mercato delle cartolarizzazioni
[36] *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*

gazionari, in quanto al seguito dell'emissione dei titoli i sottoscrittori corrispondono una somma di denaro che hanno diritto a vedersi restituita sia in linea capitale che in linea interessi grazie agli incassi delle varie linee di credito cartolarizzate. La possibilità di qualificare i titoli in esame come obbligazioni viene tuttavia generalmente esclusa, sia perché la legge dichiara espressamente inapplicabili gli articoli 2410-2420 c.c[37], sia perché, a differenza delle obbligazioni, la società emittente non risponde nei confronti dei sottoscrittori con tutto il patrimonio, bensì solo con l'attivo costituito dai crediti acquistati nell'ambito della singola operazione di cartolarizzazione (C.Rucellai, 1999).

Viene enunciata l'obbligatorietà di redazione del Prospetto Informativo in capo alla società cessionaria ovvero alla società emittente i titoli, così da illustrare agli investitori l'operazione attuata. La società emittente, infatti, se risulta essere differente dalla cessionaria, è tenuta a redigere lei il prospetto informativo risultando debitrice dei sottoscrittori dei titoli.

Gli adempimenti necessari al contenuto del prospetto si differenziano in base alla natura degli investitori finali:

- Investitori non professionali

- Investitori professionali

Nel primo caso si seguirà l'applicazione dell'articolo 94 bis del TUF, che fissa le linee generali sulle informazioni che devono essere contenute nel prospetto[38]. Per quanto riguarda invece l'offerta ad investitori professionali, non solo si prevede l'obbligo di disposizione del prospetto, ma vengono anche enunciati i contenuti minimi necessari che devono essere presenti. In questa particolare fattispecie il legislatore,

[37] Articolo 5 comma 2 della legge 130

[38] Comma 2 dell'articolo 94 bis del TUF, lettera b. Cita testualmente: "Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere ad una valutazione con cognizione di causa della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché dei diritti connessi ai titoli, delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente"

vista la complessità e varietà applicativa della tecnica di cartolarizzazione dei crediti, ha giudicato imprescindibile e meritevole di tutela l'interesse del destinatario dell'offerta a ricevere alcune specifiche informazioni in merito all'operazione di investimento che si intende porre in essere, ancorché si tratti di un soggetto qualificato da particolare professionalità nel settore finanziario (Roberto Pardolesi, 1999).

I contenuti obbligatori enunciati dalla legge prevedono:

- Una precisa indicazione del soggetto cedente, società cessionaria, soggetti curanti l'emissione dei titoli e soggetti incaricati alla riscossione dei crediti e ai servizi di cassa

- Una descrizione delle caratteristiche dell'operazione, con riguardo sia ai crediti che ai titoli emessi

- Vanno indicate le condizioni per cui è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati e le condizioni che permettono alla società cessionaria di reinvestire i suoi fondi in altre attività finanziarie[39]

- Eventuali operazioni finanziarie accessorie

- Un contenuto essenziale dei titoli emessi e delle forme di pubblicità che garantiscano la conoscibilità dai parte degli investitori

- Una indicazione dei costi dell'operazione al fine di garantire la trasparenza dell'operazione

- Eventuali rapporti di partecipazione tra società cedente e cessionaria

Il comma 4 descrive un ulteriore requisito per l'offerta ad investitori non professionali. In questo caso l'operazione dovrà essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi, ossia da una società di rating. Questo

[39]Fondi derivati dalla gestione dei crediti ceduti che non vengono immediatamente impiegati al soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli

funge da strumento di garanzia e protezione degli investitori, i quali potrebbero non essere in grado o comunque non avere i mezzi necessari a valutare correttamente e pienamente tutti i rischi collegati ad un'operazione di cartolarizzazione[40].

La CONSOB[41] stabilisce requisiti di professionalità, criteri di indipendenza e l'informazione su eventuali rapporti esistenti per quanto riguarda i soggetti che vengono adibiti alla valutazione.

Articolo 3

Come citato in precedenza, all'articolo 1 viene fatto riferimento ad una caratteristica necessaria per il corretto funzionamento dell'operazione, ossia la fattispecie della società veicolo. Questa viene discussa all'articolo 3.

La società cessionaria o emittente (denominata anche società "veicolo") è la società che il legislatore italiano ha creato appositamente per le operazioni di cartolarizzazione, e presenta alcune caratteristiche fondamentali:

- Ha per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione di crediti

- I crediti relativi a ogni operazione costituiscono un patrimonio separato rispetto sia a quello del veicolo sia a quello originato da altre operazioni

Si introduce in questo articolo una caratteristica cardine, che risulta essere uno dei motivi primari per la necessaria entrata in vigore di questa legge: la separatezza patrimoniale. Mancava di fatto nel nostro ordinamento una società in grado di separare parte del proprio patrimonio e vincolarla per degli obiettivi specifici.

L'architettura dell'operazione, in questo modo, è rivolta a realizzare l'obiettivo della segregazione patrimoniale. In base a tale principio, il portafoglio ceduto deve essere distinto dal patrimonio del soggetto cedente, così che la liquidazione o

[40] Nella pratica comunque la prassi vuole che le società di rating intervengano anche in operazioni rivolte ad investitori professionali, in modo tale da garantirne la buona riuscita

[41] *Commissione nazionale per le società e la borsa*, è l'autorità italiana preposta alla vigilanza e alla regolamentazione dei mercati finanziari e delle società quotate in borsa

fallimento di quest'ultimo non vada a pregiudicare i sottoscrittori dei titoli. I titoli così emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione diventano *Limited Recourse*, impedendo così l'applicazione dell'articolo 2740 del c.c. che sancisce la responsabilità patrimoniale del debitore con tutti i suoi beni presenti e futuri.

Appare chiaro come il legislatore vada in direzione della garanzia dei diversi creditori coinvolti nelle singole operazioni. Testualmente: "...su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi"[42].

Nel terzo comma il legislatore prevede la natura della società come società di capitali. La costruzione dell'operazione attorno al caposaldo della *Limited Recourse*, tuttavia, crea un particolare effetto sulla sua capitalizzazione. Tali società vengono definite a capitalizzazione sottile, ossia provviste del capitale minimo necessario per legge[43]. In questo modo viene a ridursi il rischio connesso al capitale, rendendo la sottoscrizione di titoli ABS più invitante e sicura per gli investitori finali.

Articolo 4

Articolo che regola gli effetti della cessione dei crediti. Al primo comma il legislatore enuncia che per le cessioni di crediti poste in essere ai sensi della legge 130 si vedono applicate le disposizioni contenenti nei commi 2, 3 e 4 dell'articolo 58 TUB.

La forma di pubblicità adottata al fine di comunicare l'avvenuta cessione dei crediti risulta quindi la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale. In questo modo la società veicolo potrà opporsi alle azioni attuate dai debitori ceduti, creditori e altri aventi causa. Ogni azione nei confronti dei crediti avvenuta dopo la pubblicazione in GU risulterà così inapplicabile.

[42] Articolo 3, comma 2, legge 130

[43] Fattispecie chiamata in inglese *Thin capitalization*. Il capitale minimo in questione ha nella pratica un valore di €10.000, ossia il valore tale da non pregiudicare l'emissione di titoli da parte del veicolo.

Terzo e quarto comma dell'articolo stabiliscono infine la non applicabilità di una serie di articoli sui pagamenti effettuati dai debitori ceduti e la modifica dei termini di esperibilità dell'azione revocatoria[44].

La scelta del legislatore in tema di efficacia della cessione si rinvia all'articolo 58 del testo unico bancario. Il comma 2 di tale articolo prevede che "La banca cessionaria dà notizia dell'avvenuta cessione mediante iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana. La Banca d'Italia può stabilire forme integrative di pubblicità"[45]; comma che si completa poi con il successivo comma 4 sempre dell'articolo 58 che recita "Nei confronti dei debitori ceduti gli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2 producono gli effetti indicati dall'art.1264[46] del codice civile". Infine, il comma 3: "I privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente, nonché le trascrizioni nei pubblici registri degli atti di acquisto dei beni oggetto di locazione finanziaria compresi nella cessione conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione. Restano altresì applicabili le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti".

Con la scelta dell'articolo 58 il legislatore ha così voluto costruire una disciplina sulla cartolarizzazione che andasse ad eliminare gli ostacoli civilistici presenti nell'ordinamento italiano. Come modello ha così scelto il settore economico di principale provenienza dei crediti da cartolarizzare: il settore bancario (P.Ferro-Luzzi e C.Pisanti, 2005).

[44]In particolare, viene definito che l'articolo 65 e l'articolo 67 del decreto 16 marzo 1942, n. 267 e successive modificazioni non si applicano ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti; inoltre i termini di esperibilità dell'azione revocatoria sono diminuiti rispettivamente da 2 anni a 6 mesi e da un anno a 3 mesi

[45]Articolo 58 comma 3 TUB

[46]Articolo 1264 cc. Cita testualmente: *La cessione ha effetto nei confronti del debitore ceduto quando questi l'ha accettata o quando gli è stata notificata*

Articolo 5

Come per l'articolo precedente, l'articolo 5 prevede un rinvio alle disposizioni del TUB: "Ai titoli emessi dalla società cessionaria o dalla società emittente titoli, per finanziare l'acquisto dei crediti, si applicano gli articoli 129 e 143 del testo unico bancario".

In base all'articolo 129: "(1) La Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari. (2) La Banca d'Italia emana disposizioni attuative del presente articolo[47] ". Vengono così descritti gli obblighi di comunicazione preventiva delle emissioni e delle offerte di titoli, offrendo a Banca d'Italia (che funge da regulator) uno strumento di ampia portata che consente un intervento diretto sul processo di creazione-immissione di nuovi strumenti finanziari all'interno dell'economia (F.Carbonetti, 1993).

Per il completamento della norma poi si fa riferimento all'articolo 143 del TUB, norma che oggi risulta abrogata[48].

Il secondo comma dell'articolo 5 enuncia:

- La non applicabilità dell'art.11 comma 2 del TUB in tema di divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico (fattispecie che è solitamente vietata a soggetti diversi dalle banche). La ragione di tale deroga è evidente: la cartolarizzazione comporta un'offerta presso il pubblico di titoli il cui collocamento determina un'acquisizione di fondi finalizzata al pagamento del prezzo della cessione dei crediti e dei costi dell'operazione, con obbligo di rimborso (P.Bontempi, 1999).

[47] Articolo 129 TUB

[48] Articolo sostituito dall'art. 64, comma 31, D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 e successivamente abrogato dall'art. 1, comma 9, D.Lgs. 29 dicembre 2006, n. 303

- La non applicabilità degli articoli 2410 e 2420 del c.c.[49] In questo modo vengono così eliminati dei profili critici che in passato hanno ostacolato la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione nel panorama italiano.

- I titoli emessi costituiscono attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione.

Articolo 6

Con l'articolo 6 il legislatore disciplina la cartolarizzazione in temi di profili fiscali e di bilancio.

Per quanto riguarda il regime di imposte sui redditi il comma 1 definisce che "ai titoli indicati nell'articolo 5 si applica lo stesso trattamento stabilito per obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani e per titoli similari, ivi compreso il trattamento previsto dal decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239"[50]. Il trattamento fiscale risulta essere quello dei titoli obbligazionari emessi nei mercati regolamentati, il che assume un'importante rilevanza se si considera che in assenza di tale specificazione i titoli così emessi in operazioni di cartolarizzazione sarebbero probabilmente stati equiparati ai cosiddetti titoli atipici[51]. Questo si traduce nella soppressione della ritenuta del 20% sugli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e l'introduzione di un'imposta sostitutiva pari al 12,5% per i soggetti residenti[52]. Va sottolineato che tale regime fiscale fa riferimento ai titoli emessi fino al 31/12/2011. Infatti, fino a tale data le ritenute risultano essere del 12,5% sui nettisti[53] per titoli a medio-lungo termine, ed una ritenuta del 27% per titoli a breve termine (inferiori a 18 mesi). A partire dal 2012,

[49] Articoli che disciplinano l'emissione di obbligazioni e le obbligazioni convertibili in azioni

[50] Comma 1 articolo 6 Legge 130

[51] Definizione titoli atipici: "Sono chiamati atipici i titoli di credito non previsti dalla legge, ma creati dai privati in virtù dell'autonomia contrattuale loro riconosciuta dall'ordinamento (art. 1322, co. 2, e 1324 c.c.) e dell'assenza in quest'ultimo di una elencazione tassativa dei titoli di credito"

[52] Decreto legislativo del 1 aprile 1996 n. 239

[53] Def: "Investitore al quale è applicata la ritenuta alla fonte sulle plusvalenze derivanti dall'operatività in strumenti finanziari"; di conseguenza non ci saranno ritenute per i soggetti "lordisti"

invece, la ritenuta è da considerarsi del 26% indipendentemente dalla tipologia di titolo.

Nel secondo comma dell'articolo 6 viene specificato che per cessioni di crediti derivanti dagli articoli 15, 16 e 19 del DPR 29 settembre 1973 si prevedono delle agevolazioni fiscali. Nello specifico si fa riferimento a:

- Operazioni di credito a medio-lungo termine
- Altre operazioni di credito
- Operazioni di crediti speciali

Terzo comma dell'articolo riguarda il trattamento di bilancio delle diminuzioni di valore registrate e dispone che "Le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti, sulle garanzie rilasciate al cessionario e sulle attività, diverse da quelle oggetto di cessione, poste a copertura delle operazioni di cartolarizzazione, nonché gli accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie rilasciate al cessionario, possono essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali [... e successivamente] vanno imputati sul conto economico in quote costanti nell'esercizio in cui si sono registrati la diminuzione di valore o gli accantonamenti e nei quattro successivi" [54]. Tale norma permette di ripartire le perdite di valore derivanti dalla cessione dei crediti (per un importo inferiore a quello contabile) in più esercizi, e in questo modo crea il vantaggio di non "abbattere" eccessivamente il risultato reddituale dell'impresa cedente, ponendo nel contempo al riparo anche l'amministrazione finanziaria dal conseguente calo di gettito che, imputando la perdita di valore (o l'accantonamento) al conto economico dell'esercizio in cui si è realmente verificato, sarebbe altrimenti inevitabile (Roberto Pardolesi, 1999).

Dato che, tipicamente, le operazioni di cartolarizzazione prevedono la cessione di crediti "*a sconto*" (definibile anche *sotto la pari*), questo porterebbe il cedente a registrare una differenza negativa come un costo nel proprio conto economico (oppure

[54] Comma 3 articolo 6 legge 130

come ricavo per differenze positive). La disposizione corrente, invece, permette di registrare queste diminuzioni direttamente in patrimonio netto, per poi essere trasferite "pro-quota" successivamente negli esercizi successivi nel conto economico.

Articolo 7

Con l'articolo 7 il legislatore intende ampliare le disposizioni della legge ad altre due tipologie di operazione:

1. Operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente, da parte della società veicolo emittenti i titoli

2. Alle cessioni a fondi comuni di investimento aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del D. Lgs 24 febbraio 1998

La prima tipologia fa riferimento ad un'operazione che in gergo anglosassone prede il nome di *Subparticipation*. La letteratura inglese fornisce questa definizione di tale pratica finanziaria: "A sub participation is [...] a market expression for an arrangement under which the sub participant buys the original lender's interest in the proceeds of a loan without an actual transfer of the loan itself " (Fidelis Oditah, 1996). La disciplina in analisi riguarda un'operazione che si fonda sull'emissione di un finanziamento il cui rimborso è correlato al buon andamento dei crediti sottostanti; tuttavia, in questa fattispecie i crediti facenti parte il portafoglio rimangono in pancia all'originator vendendosi così non trasferita la titolarità di questi alla società veicolo. In questo modo viene meno la separatezza patrimoniale, e gli eventuali investitori potranno rifarsi sul patrimonio del cedente.

La seconda tipologia, invece, si riferisce ad un'operazione che prevede la cessione dei crediti verso un fondo comune di investimento[55].

[55] Circostanza comune negli ordinamenti francesi e spagnoli

3.3 Aggiornamenti della legge 130

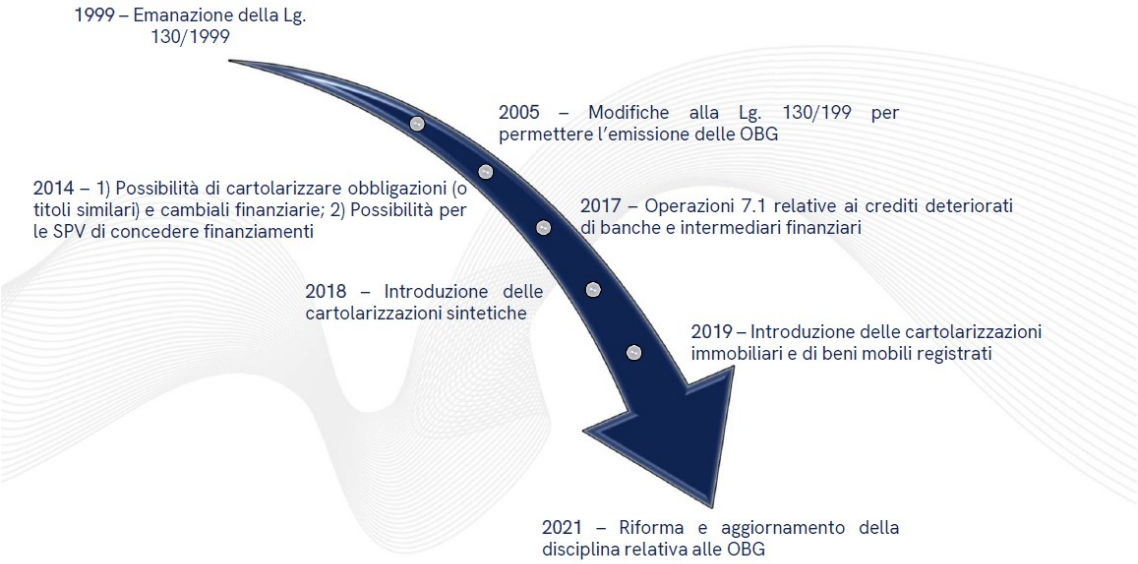


Figura 10: Evoluzione mercato delle cartolarizzazioni in Italia
Source: Banca Finint S.p.a., 2024

Come vediamo dalla Figura 10, dall'emanazione della legge 130 ad oggi il mercato delle cartolarizzazioni ha visto numerose evoluzioni della normativa. Negli anni a seguire, infatti, il mercato italiano ha registrato forti crescite rendendo questo strumento sempre più comune ed utilizzato. L'aumento così repentino ha però portato negli anni alla necessità di ampliare il quadro normativo di riferimento. Nel dettaglio sono stati implementati due nuovi provvedimenti alla legge 130:

- Nel 2017 l'introduzione dell'articolo 7.1 riguardo la "Cartolarizzazione dei crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari".

- Nel 2019 l'introduzione dell'articolo 7.2 riguardo le "Cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili registrati".

Articolo 7.1

Con riguardo all'articolo 7.1 il legislatore ha voluto regolamentare in maniera ulteriore le operazioni aventi per oggetto la cessione i crediti deteriorati[56], ossia quelle esposizioni verso soggetti che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria, non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali[57]. Al quarto comma del presente articolo viene introdotta la figura delle società Reoco (*Real estate owned Company*) per l'acquisto di beni immobili concessi a garanzia nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione. Tale società risulta dunque una società d'appoggio per la SPV nelle operazioni in cui siano presenti degli immobili posti a garanzia dei crediti ceduti.

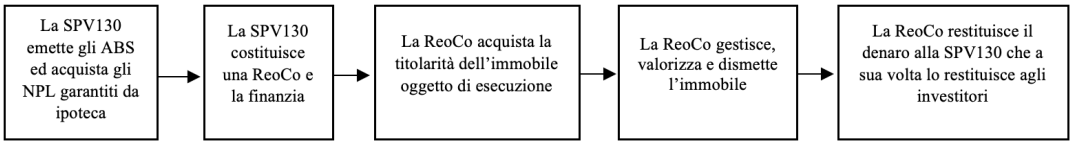


Figura 11: Creazione ed operatività della società ReoCo
Source: Studio Biscozzi Nobili, 2024

Come mostra la Figura 11 in un'operazione di questa natura la società veicolo costituisce questa nuova società ReoCo che, secondo la legge 130, avrà il compito di "acquisire, gestire e valorizzare [...] i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti[58] ". In questo modo la società veicolo risulterà titolare dell'immobile in garanzia in maniera indiretta, risultando isolata dai rischi e dalle responsabilità derivanti dalla gestione o dalla detenzione di asset immobiliari, le quali rimangono in capo al perimetro patrimoniale della ReoCo.

Con riferimento alle tematiche fiscali riguardanti alla società ReoCo le somme rinvenienti dalla gestione dei beni e diritti, nonché i beni e i diritti stessi acquisiti

[56] In gergo finanziario chiamati crediti NPLs: *Non Performing Loans*
[57] *I crediti deteriorati*, Banca d'Italia
[58] Comma 4 articolo 7.1 legge 130

dalla ReoCo vanno a costituire un patrimonio separato, escludendo così in capo alla società un qualsiasi reddito rilevante a fini IRES e IRAP (S.Zangrandi, 2024).

Al comma 5 dell'articolo 7.1 viene successivamente disciplinata la fattispecie riguardante la creazione di una società LeasCo, ossia una società veicolo costituita per le cessioni di crediti NPLs derivanti da contratti di Leasing. In tale circostanza, dunque, la LeasCo andrà ad acquistare i beni oggetto di leasing per gestirli e valorizzarli nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione. La società in questione presenta delle caratteristiche particolari, che vengono esposte sempre al quinto comma:

- Deve essere integralmente consolidata nel bilancio di una banca o intermediario finanziario.

- Deve essere costituita per specifiche operazioni di cartolarizzazione.

- Deve essere destinata ad essere liquidata una volta conclusa l'operazione.

La diversità tra la ReoCo descritta inizialmente e questa società LeasCo trova origine dalla tipologia di rapporto iniziale tra le parti nella creazione del credito:

1. Nella prima situazione il titolare dell'immobile è il debitore ceduto che con molta probabilità aveva richiesto un mutuo concedendo l'immobile a garanzia. La ReoCo si trova così ad acquistare l'immobile nel contesto delle procedure esecutive azionate nei confronti del debitore.

2. Nella seconda situazione invece è la stessa banca concedente il leasing ad aver conservato la titolarità dell'immobile; e pertanto la LeasCo si trova ad acquisire i rapporti di leasing (quindi gli immobili in garanzia) direttamente dalla banca concedente.

Infine con riguardo alla tematica fiscale, alla società veicolo LeasCo si applica la materia fiscale tipica delle società di leasing, e per le cessioni di immobili effettuate dalla medesima si fa riferimento all'articolo 35 comma 10-ter del D.L. n. 223/2006.

Articolo 7.2

Con riguardo all'articolo 7.2, introdotto nel 2019, si guarda alla fattispecie della *Cartolarizzazione immobiliare*. Viene così regolamentata la possibilità alla società veicolo 130 di effettuare l'intera operazione di cartolarizzazione, senza costituire un ulteriore veicolo. In questo modo sarà la stessa società veicolo fondata ai sensi della 130 ad acquisire e gestire gli immobili per poi derivare i proventi della vendita ai portatori dei titoli (Figura 12).

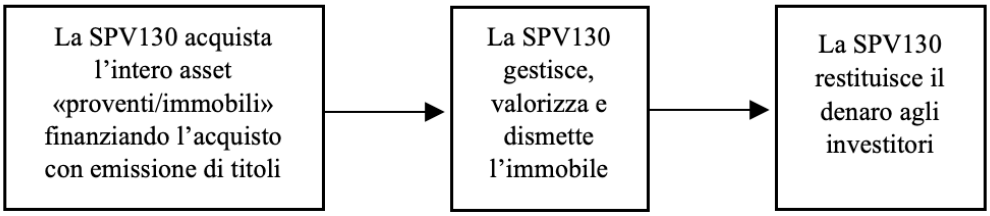


Figura 12: Operazione di cartolarizzazione secondo la 7.2
Source: Studio Biscozzi Nobili, 2024

Caratteristica principale di queste società è che sia i proventi sia gli stessi beni mobili o immobili, costituiscono un patrimonio separato della società. In questo modo viene a crearsi un vincolo di destinazione per tutte le somme, che vanno a destinarsi al solo scopo della realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione.

I punti di forza della nuova legge

La legge 130 sulla cartolarizzazione ha rappresentato, e rappresenta tutt'ora, il caposaldo in materia di Securitizartion del nostro ordinamento. Ha permesso la nascita e lo sviluppo di operazione di cartolarizzazione nel mercato italiano, rendendolo più competitivo e in grado di competere con i mercati esteri. Per concludere l'analisi andiamo a riassumere i punti di forza introdotti da questa normativa:

Aspetti rilevanti	**Impatto sulle operazioni di securitization**
Tipologia di crediti	Non vengono poste limitazioni per la selezione dei crediti da cartolarizzare, né qualitativamente né quantitativamente. Unica caratteristica necessaria per la selezione di più crediti, è che siano individuabili in blocco.
La società veicolo SPV	Introdotta la possibilità di avere una società di *Thin Capitalization* in modo da facilitarne la creazione, ed inoltre viene meno il limite imposto dall'articolo 2410 del codice civile che non permette un'emissione di titoli superiore al valore del capitale sociale. Infine la costruzione della società in modo tale che sia un soggetto "bankruptcy remote" grazie alla separazione patrimoniale dei vari crediti nelle operazioni di cartolarizzazione.
Cessione dei crediti	Semplificazione della notifica di cessione tramite la semplice pubblicazione in Gazzetta Ufficiale.
Diffusione dei titoli	Introduzione di requisiti dettagliati per la redazione del prospetto informativo e l'obbligo di una valutazione da parte delle agenzie di rating per le operazioni pubbliche.
Tassazione	I titoli emessi vengono ora equiparati ad emissioni obbligazionarie da parte società quotate. In questo modo i redditi vedono applicarsi un'imposta sostitutiva del 26%.

Tabella 2: Punti di forza della nuova legge
Source: La Securitisation dei crediti (M.Damilano, 2000)

4 Il mercato italiano della cartolarizzazione

Abbiamo visto in precedenza come l'introduzione della legge 130 sulla cartolarizzazione abbia di fatto eliminato gli elementi limitanti del nostro ordinamento in modo tale da favorire una corretta e veloce creazione di operazioni di securitization. Per studiare affondo il mercato italiano bisogna dunque distinguere due distinte fasi del nostro mercato:

1. Gli anni precedenti all'introduzione della legge che vedevano l'utilizzo di tecniche economiche alternative

2. Gli anni successivi all'introduzione della legge

4.1 I primi anni

Società originator	**Veicolo finanziario emittente**	**Importo emissione**	**Tipo di credito**	**Banche advisor**
Inps	Nd	8.000	Crediti previdenziali (a)	Morgan Stanley, San Paolo-Imi, Warburg
Banca di Roma	Trevi finance	3.000	Crediti in sofferenza	Paribas
Fonspa	Nd	Nd	3.000 mld crediti in sofferenza (b)	JP Morgan
Banca Intesa	Nd	2-4.000 (b)	Mutui ipotecari *in bonis* e in sofferenza	Caboto, Crédit Agricole, Deutsche Bank
Leasinvest	Albert n. 2	500	Contratti in leasing	Abn Amro Bank
Italfondiario	Nd	Nd	1.500 mld crediti in sofferenza	NatWest

Tabella 3: Prime operazioni di cartolarizzazione post legge 130 (Mld di lire)
Source: La Securitisation dei crediti (M.Damilano, 2000)

Le prime operazioni di cartolarizzazione in Italia risalgono ai primi anni '90 (Tabella 3) dove gli operatori sfruttavano il panorama giuridico del tempo per imbastire delle operazioni il più efficienti possibili, nonostante il tutto risultasse molto

complesso. I primi anni le emissioni sono state modeste, fermandosi nel 1993 che ha rappresentato un anno di transizione. Negli anni a seguire si registrò invece un trend crescente molto forte.

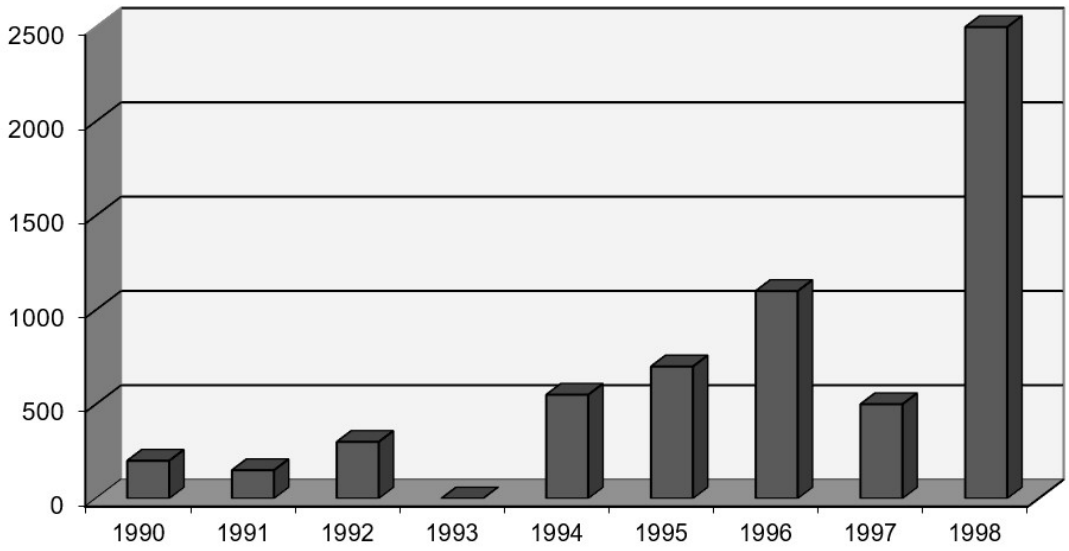


Figura 13: La Securitisation in Italia (Mld di lire)
Source: La Securitisation dei crediti (M.Damilano, 2000)

Oltre ai noti ostacoli normativi, bisogna considerare anche la limitata conoscenza tecnica degli intermediari finanziari, che rendeva difficile per loro valutare la convenienza economica di un'operazione, e quella degli investitori italiani che trovavano complicato valutare i nuovi strumenti d'investimento proposti.

Come mostra la Figura 14, la crescita delle cartolarizzazioni italiane è iniziata nel 2000 e ha subito una forte accelerazione a partire dalla fine del 2004[59]. Verso la fine del 2006 il flusso netto annuale di emissioni di titoli garantiti da attività in Italia era pari a circa un quarto del totale delle attività cartolarizzate nell'area dell'euro, le banche italiane hanno cartolarizzato soprattutto mutui ipotecari alle famiglie e non si sono impegnate in prestiti subprime (U.Albertazzi et al., 2011). Dall'ultimo trimestre del 2007 il mercato italiano delle cartolarizzazioni è rimasto fortemente in

[59]Grafico prende in considerazione la cartolarizzazione su operazioni di mutui, che comunque rappresentano la stragrande maggioranza dei crediti erogati nel periodo, dando così comunque un'accurata visione d'insieme del mercato italiano

sofferenza e quasi tutte le operazioni di cartolarizzazione in quel periodo sono state oggetto di "auto-cartolarizzazione" per imbastire operazioni di rifinanziamento[60].

Come tipologia di attivi cartolarizzati il mercato italiano ha visto in quegli anni lo sviluppo di molteplici tipologie, in linea con il mercato estero. Tra le varie tipologie troviamo:

- Performing e Non Performing Loans (Pls / NPLs)
- Collateralized debt obligation (CDOs)
- Governement credit (GCs)
- Lease receivable (LRs)
- Credit card e personal loan (CCs/PeLs)

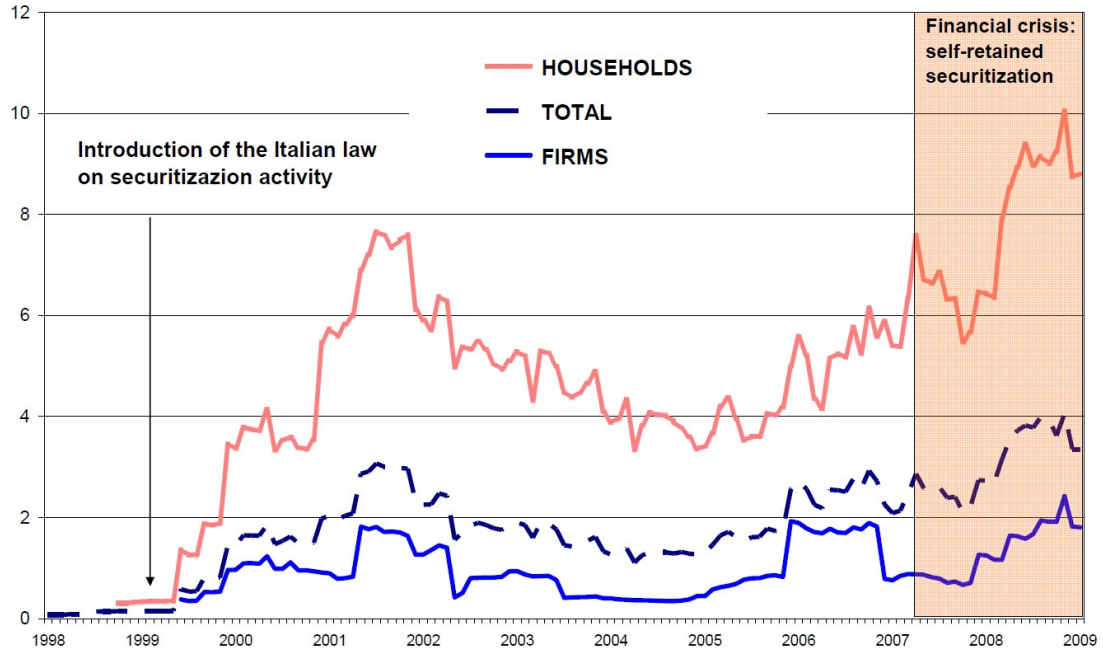


Figura 14: Prestiti cartolarizzati in Italia per settore di attività economica (Valori in percentuale dello stock di prestiti a inizio periodo)
Source: Banca d'Italia, 2011

[60]Operazioni di auto-cartolarizzazione rappresentano la fattispecie in cui la banca *originator* sottoscrive, al momento della loro emissione, la totalità dei titoli ABS emessi dalla società veicolo. Operazione che viene eseguita per richiedere successivamente finanziamenti a tassi agevolati alla BCE, dando in garanzia questi titoli sottoscritti

La varietà delle classi di attivo, ognuna con un volume significativo di emissioni rispetto alla dimensione del mercato, rimarcano fortemente lo sviluppo della cartolarizzazione nel panorama italiano come strumento di approvvigionamento di fondi per imprese finanziarie e non finanziarie. Tuttavia, tale diversificazione non si registra sulle diverse tipologie di orginators. Infatti, qui si evidenzia una maggioranza di crediti derivanti da organi pubblici, con una scarsa rappresentanza della componente corporate privata.

4.2 Mercato italiano ad oggi

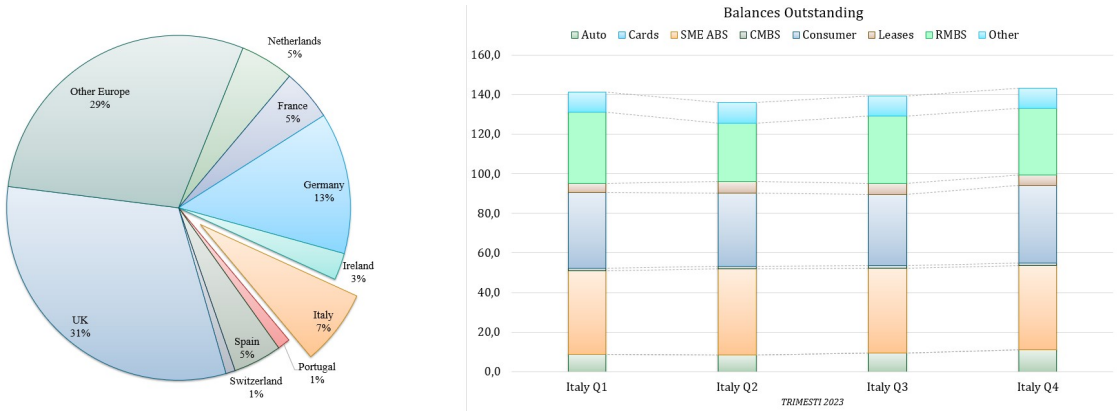


Figura 15: Volumi di emissione per stato dell'unione e andamento saldi in Italia (anno 2023; Valori in miliardi di euro)
Source: Elaborazione propria da dati afme

Guardando alla situazione attuale del mercato italiano notiamo come l'Italia ad oggi rappresenti una fetta importante del panorama europeo. Con €6,6 Mld di emissioni nel 2023 rappresenta la seconda maggiore forza europea superando Francia Spagna e Olanda. La Germania risulta ancora di molto superiore, e ovviamente paesi come UK (come si nota dal grafico) e USA sono tutt'ora fuori scala per volumi di emissione anno per anno. Questo comunque denota un forte valore intrinseco per il nostro mercato interno; infatti, i mercati finanziari in Italia storicamente sono stati più avversi a strumenti complicati e all'avanguardia, preferendo notevolmente forme di finanziamento più tradizionali. Tuttavia, dall'emanazione della legge 130 la consapevolezza e la competenza su questo ambito hanno fatto crescere notevolmente il nostro mercato, raggiungendo oggi risultati notevoli se confrontati con altri paesi dell'unione.

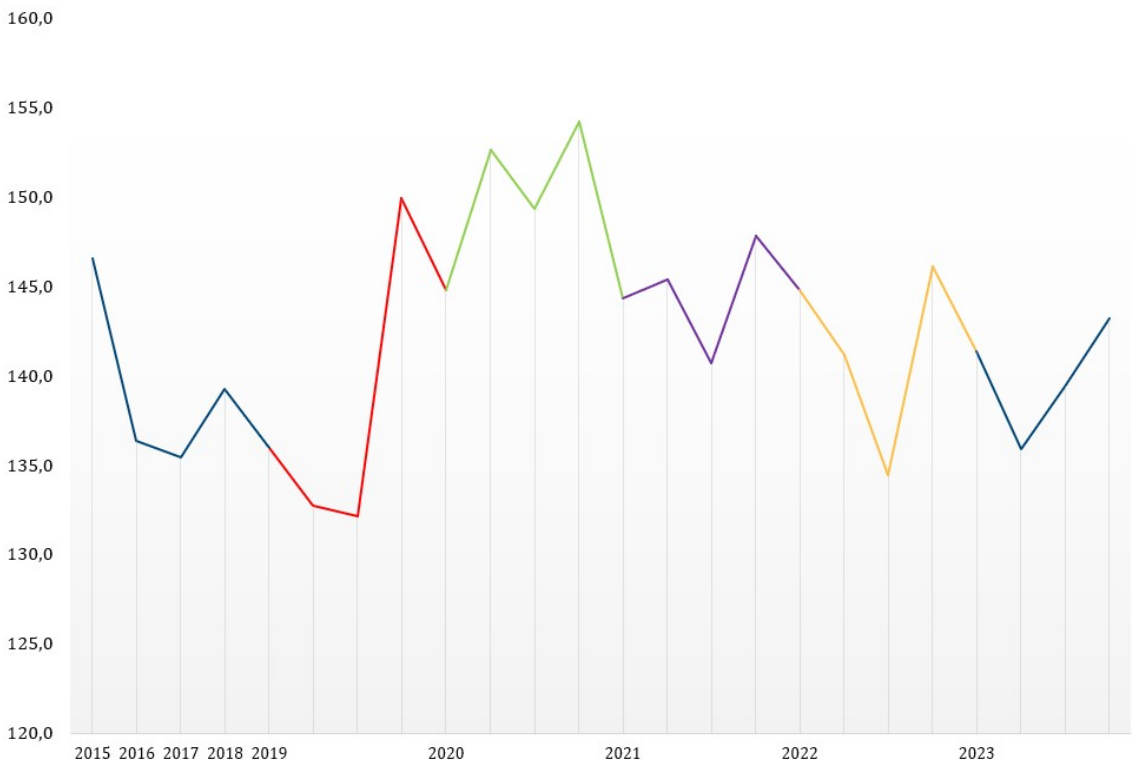


Figura 16: Volumi outstanding in Italia dal 2015 al 2023 (Valori in miliardi di euro)
Source: Elaborazione propria da dati afme

Focalizzandosi sulla tipologia di attivi sottostanti, il mercato italiano risulta molto variegato ed in linea con gli standard internazionali (Figura 15). Dominano su tutti i titoli ABS per le piccole-medie imprese e i crediti al consumo, rispettivamente il 30,55% e 26,93%. Nell'ultimo anno i saldi di strumenti di securitization sono rimasti sempre attorno ai 140 miliardi di euro, con i crediti al consumo che hanno registrato una piccola crescita, aumentando di 1,1Mld dal primo al quarto trimestre.

Per quanto riguarda l'andamento a più lungo termine a partire dal 2015 i saldi sono passati da €146,57 Mld a €143,2 Mld. In questo frangente, tuttavia, i valori sono variati molto durante gli anni. Fino a metà del 2019 i valori sono crollati toccando il minimo di €132,1 Mld, per poi cresce di molto nell'anno seguente. La crescita registrata è stata del 16,8% dal minimo alla fine del 2020 raggiungendo il picco di €154,25 Mld. Infine, nel triennio successivo i valori sono andati stabilizzandosi verso gli standard pre-crisi Covid 19, ossia intorno alla media in analisi di 142,26 miliardi di euro (Figura 16).

5 Pandemia e fondo di garanzia

5.1 Introduzione alla pandemia e il suo impatto economico

Lo scoppio della pandemia Covid-19 ha rappresentato un evento di dimensioni globali, tanto da portare ad un cambiamento dello stile di vita di milioni di persone. Scoppiato alla fine del 2019 in Cina (Wuhan), in pochi mesi si è diffuso velocemente in tutto il globo. Il 30 gennaio 2020 viene dichiarato lo stato di emergenza sanitario globale da parte dell'Oms, ed in concomitanza vennero registrati i primi due casi accertati in Italia.

La sua velocità e facilità di diffusione ha messo in estrema difficoltà il sistema sanitario nazionale, tanto che col decreto-legge del 9 marzo tutto il paese entrò in zona rossa, portando allo stallo di moltissime imprese. A livello lavorativo le aziende hanno dovuto riorganizzarsi per far fronte a nuove e difficili sfide. Settori come il turismo, l'ospitalità ed i trasporti sono calati drasticamente registrando perdite senza precedenti, mentre altri settori come quello tecnologico e farmaceutico sono cresciuti molto velocemente. L'avvento di questo virus ha reso necessario il blocco dell'economia, della produzione e del lavoro in generale. Ogni forma di collaborazione fisica e lavoro di squadra si è interrotta, rendendo quasi impossibile per migliaia di aziende andare avanti con il proprio core business. Solo grosse multinazionali sono state in grado di attrezzarsi velocemente e adattarsi al nuovo panorama mondiale, trasformando gran parte del lavoro in formato digitale ed introducendo forme di tutela e prevenzione al contagio in ambiente di lavoro.

Guardando al mercato italiano, a soffrire maggiormente di questo evento sono state le PMI , che rappresentano oltre il 75% del totale delle imprese. Nel 2021 Confindustria e Cerved[61], in collaborazione con Intesa SanPaolo, hanno stilato il Rapporto Regionale PMI 2021 dove vengono analizzate le performance economico-

[61] Confindustria è la principale associazione rappresentativa delle imprese manifatturiere e di servizi in Italia, impegnata a promuovere lo sviluppo economico e sociale del Paese. Cerved è una società specializzata nell'analisi dei dati economici e finanziari, fornendo servizi di valutazione del rischio creditizio e informazioni commerciali sulle imprese italiane

finanziarie di varie società italiane che rientrano dentro la definizione di PMI. In generale, il 17,9% delle PMI ha subito nel 2020 un calo dei ricavi superiore al 20%, oltre il 30% ha registra un calo dei ricavi tra il 10% e 20% ed altrettanti sotto il 10%, mentre un 9% ha aumentato il fatturato o si è tenuto sui livelli dell'anno precedente (PMI.it, n. d.).

Promos Italia, l'agenzia per l'internazionalizzazione del sistema camerale, ha effettuato uno studio sulle PMI in Italia durante in periodo Covid. Il campione comprendeva circa 600 operatori di tutto il Paese nei principali settori produttivi. Secondo le stime i due mesi di lockdown hanno portato ad una perdita di fatturato superiore all'80% per una PMI su quattro; il 17% stima un impatto sui ricavi tra il 60% e l'80%, un ulteriore 19,5% realizza un calo situato tra il 40% e il 60%, e tra il 20% e 40% per il 14% delle imprese (Chiara Bussi, 2020). Solo un 3,3%, infine, sostiene invece di non aver registrato perdite. Le principali conseguenze della pandemia sono tangibili nelle vendite (per il 47,5% del campione), ma vengono registrate difficoltà anche nei rapporti internazionali (27,5%) e negli approvvigionamenti (17%) (Chiara Bussi, 2020).

Con perdite così considerevoli ed una situazione sanitaria che non sembrava migliorare abbastanza velocemente, le aziende sono state costrette a reinventarsi per riuscire a rimanere nel mercato. Le imprese così chiamate PMI, storicamente, non godono di riserve di liquidità tali da poter effettuare investimenti importanti nel breve periodo. La loro sopravvivenza è sempre stata molto legata al continuo esercizio della catena produttiva che permetteva la creazione di flussi di cassa, i quali venivano immediatamente reinvestiti nell'azienda. Questo è stato per molti anni il ciclo produttivo e finanziario della maggior parte del mercato italiano, che vede nelle PMI il cuore pulsante del paese, in grado di generare ricchezza per milioni di famiglie. I flussi di cassa erano quindi stati praticamente azzerati per il blocco delle catene produttive, e la pandemia esigeva grossi investimenti per la sopravvivenza a questo periodo così difficile. Una situazione di questo genere porta inevitabilmente alla necessità di richiedere finanziamenti agli istituti di credito più comuni nel nostro paese: le banche.

Quotazione in borsa

Grosse multinazionali, oltre alle più ingenti riserve liquide, godono anche di sistemi di finanziamento alternativi ai più semplici prestiti bancari, uno fra tutti la raccolta di fondi ottenibile tramite il mercato dei capitali. La quotazione in borsa, infatti, ha rappresentato e rappresenta tutt'ora un metodo flessibile ed efficace per molte realtà nella raccolta di fondi da poter utilizzare nello sviluppo e crescita dell'azienda, oltre che ad essere uno step fondamentale nella crescita della qualità aziendale. A livello economico il principale vantaggio della quotazione in borsa è sicuramente il riequilibrio della struttura finanziaria. L'accesso a capitali tramite il mercato azionario da parte di imprese ad alta crescita potenziale, anziché attraverso il credito bancario, allevia i vincoli di finanziamento e spesso rappresenta una soluzione economicamente più vantaggiosa (M.Pagano, F.Panetta e L.Zingales, 1998). A livello qualitativo, inoltre, la quotazione aumenta la visibilità presso gli investitori grazie agli obblighi di trasparenza; ciò riduce le asimmetrie informative nei confronti dei finanziatori e istituti di credito, diminuendo così il loro potere contrattuale e portando ad un abbassamento del costo del credito (R.G.Rajan, 1992). Altri benefici della quotazione sono anche le maggiori opportunità per le aziende di partecipare a fusioni e acquisizioni.

Storicamente in Italia il numero di piccole e medie imprese (PMI) quotate in borsa risulta modesto sia rispetto al totale delle imprese sia rispetto al numero delle imprese quotate delle altre principali economie. Un loro aumento permetterebbe di accrescere la capitalizzazione del mercato italiano e ridurre il divario esistente con altre economie estere. Negli anni antecedenti alla pandemia il numero di PMI che ha intrapreso la via della quotazione è cresciuto molto, anche grazie all'introduzione di nuove misure legislative che sono andate a ridurre molti oneri della quotazione, soprattutto per quelle aziende di dimensioni più contenute. Tra il 2009 e il 2019 sui mercati di Borsa Italiana si sono quotate 237 nuove imprese, di cui, oltre i tre quarti, sul listino AIM Italia, un segmento di mercato dedicato a imprese di più piccole dimensioni e ad alto potenziale di crescita (G.Buscemi et al., 2021).

Uno studio effettuato da Banca d'Italia nel periodo immediatamente successivo alla fase più intensa della pandemia è andato ad approfondire gli effetti che la crisi ha avuto, e potrebbe avere, sulla potenziale quotazione in borsa di un campione elevato di PMI in Italia. I risultati hanno mostrato come prima dello scoppio della crisi da Covid-19 si fosse registrata una tendenza ad un progressivo aumento alla quotazione da parte di piccole e medie imprese, con un numero di società non finanziarie con caratteristiche idonee all'accesso in borsa molto elevato (pari a quasi 2800) (G.Buscemi et al., 2021).

Scenario	**PMI quotabili**	**Variazione (%)**
Pre–crisi	2.764	
Base	2.202	-20
di cui nuove:	367	
Negativo	2.086	-25
di cui nuove:	327	

Nota: variazione percentuale calcolata rispetto allo scenario pre–crisi.
Le righe "di cui nuove" riportano il numero di imprese che non erano tra le quotabili dello scenario pre–crisi ma vi entrano negli scenari post Covid–19.

Tabella 4: Numero delle PMI quotabili
Source: Banca d'Italia (G.Buscemi et al., 2021)

Con la prima ondata di pandemia si determina una riduzione del numero delle PMI quotabili del 20% nello scenario base, e del 25% nello scenario più negativo (Tabella 4). L'impatto della crisi si riflette in maniera diversificata tra i settori. Le riduzioni percentuali più rilevanti si registrano nei servizi di alloggio e ristorazione, nelle attività ricreative e nel settore manifatturiero. Logicamente sono stati registrati anche settori che hanno beneficiato dalla crisi, come il settore energetico e sanitario, che hanno registrato un numero di imprese quotabili in lieve crescita rispetto alla situazione pre-crisi.

5.2 Caratteristiche e funzionamento del fondo

Una grande fetta di imprese italiane, come abbiamo visto, era in forte crisi. La liquidità disponibile non permetteva un cambiamento autonomo della struttura organizzativa, metodi alternativi come la raccolta di fondi tramite il mercato erano bloccati, obbligando le aziende a richiedere finanziamenti agli istituti di credito per poter sopravvivere fino al superamento della crisi. Finanziamenti che però non venivano erogati facilmente, in quanto le prospettive future non facevano presagire un rientro a situazioni standard nel breve periodo e di conseguenza le garanzie da offrire alle banche erano poche.

Lo Stato tende storicamente ad essere il soggetto che viene incontro alle società aiutandole nei momenti di difficoltà offrendo loro sostegno finanziario, incentivi fiscali o regolamentazioni favorevoli. Questi interventi mirano a stabilizzare l'economia, preservare i posti di lavoro e promuovere la crescita economica a lungo termine. Tra le più note forme di aiuto per le PMI troviamo il *Fondo di garanzia per le PMI* istituito ai sensi della legge n.662 del 1996: "*Misure di razionalizzazione della finanza pubblica*", che dal gennaio del 2000 è diventato uno strumento per l'Unione Europea e lo stato italiano con cui affiancare imprese e professionisti nel poter accedere al credito bancario nonostante l'assenza di sufficienti garanzie. Di fatto questo strumento è risultato determinante in questo contesto nell'aiutare molte imprese in difficoltà ad accedere al credito che necessitavano, offrendo garanzie statali sui crediti che venivano emessi.

All'articolo, comma 100 lettera (a) viene specificato come il CIPE[62] (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica) possa "destinare una somma fino ad un massimo di 400 miliardi di lire per il finanziamento di un fondo di garanzia costituito presso il Mediocredito Centrale Spa allo scopo di assicurare una parziale assicurazione ai crediti concessi dagli istituti di credito a favore delle piccole e medie

[62] Organo collegiale del Governo nato nel 1967 e presieduto dal Presidente del Consiglio dei Ministri. Rappresenta un importante organo decisionale in ambito economico e finanziario e stabilisce quali siano i provvedimenti da adottare per il raggiungimento dei principali obiettivi di politica economica a livello nazionale, comunitario e internazionale

imprese". Questo comma ha così permesso al fondo di fornire una garanzia statale sulla concessione dei crediti alle imprese, permettendo una più ingente fornitura di credito a società bisognose.

La gestione del fondo è affidata ad un Consiglio di Gestione e ad un gestore. Il Consiglio di Gestione è l'organo di amministrazione del Fondo di garanzia che, su proposta del Gestore, delibera ammissioni, revoche, rinunce o liquidazioni relative alle singole operazioni e adotta le disposizioni operative che devono essere trasmesse al Ministero dello sviluppo economico per le valutazioni necessarie ai fini dell'emanazione dell'apposito decreto ministeriale[63]. È composto da:

- Due rappresentanti del Ministero dello sviluppo economico, di cui uno assume la carica di presidente
- Un rappresentante del MEF con funzione di Vicepresidente
- Un rappresentante della Presidenza del Consiglio dei Ministri
- Un rappresentante indicato dalla Conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le regioni e le province autonome di Trento e Bolzano
- Due esperti in materia creditizia e di finanza d'impresa, designati rispettivamente dal Ministero dello sviluppo economico e dal MEF su indicazione delle associazioni delle piccole e medie imprese

Per quanto riguarda il gestore, il Fondo di garanzia è gestito per conto del "Ministero delle Imprese e del Made in Italy" da un "Raggruppamento Temporaneo di Impresa" costituito da sei banche. Come prima banca abbiamo la "Banca del Mezzogiorno - MedioCredito Centrale" in qualità di banca mandataria capofila, alla quale poi seguono le cinque banche mandanti:

- Banca Agevolarti S.p.A.

[63]Definizione propria del *Fondo di Garanzia*

- Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
- Intesa Sanpaolo S.p.A.
- BFF Bank S.p.A.
- Unicredit S.p.A.

Il fondo permette una vasta copertura delle richieste, senza porre limiti alle diverse tipologie di attività d'impresa, garantendo così un aiuto a tutti i settori economici. La garanzia agisce in ultima istanza, garantendo nessun assorbimento di capitale per la richiesta del finanziamento, ed inoltre tale garanzia risulta cumulabile con altre agevolazioni pubbliche.

Come modalità di intervento il fondo opera concedendo garanzie sia direttamente alle banche finanziatrici (garanzia diretta), sia contro-garantendo confidi e altri fondi di garanzia, ossia i soggetti garanti di prima istanza delle banche finanziatrici (controgaranzia). Con la riforma dell'11 marzo 2019 è stata inoltre chiarita la differenza tra due tipologie di copertura "indiretta" che possono essere ottenute dal fondo di garanzia:

- *Controgaranzia*: la garanzia concessa dal Fondo ai soggetti garanti (confidi o altri fondi di garanzia), attivabile dai soggetti finanziatori in caso di doppio default (dell'impresa beneficiaria e del soggetto garante)
- *Riassicurazione*: dà luogo al reintegro da parte del Fondo, nei limiti della misura di copertura, di quanto già liquidato dai soggetti garanti ai soggetti finanziatori

Entrambe possono essere richieste dai soggetti garanti congiuntamente nella stessa operazione finanziaria, e tendenzialmente la controgaranzia è concessa nella stessa misura della riassicurazione richiesta; la fattispecie in cui la controgaranzia sia superiore alla riassicurazione si può avere nei confronti di soggetti garanti autorizzati (Ministero dello Sviluppo Economico, 2019).

Per quanto riguarda i soggetti che vengono garantiti, il fondo specifica che possono essere garantite le imprese di micro, piccole o medie dimensioni (PMI), iscritte al Registro delle Imprese, e i professionisti titolari di partita IVA. I criteri per la definizione delle dimensioni aziendali sono stabiliti dal decreto del Ministro delle Attività Produttive del 18 aprile 2005 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 238 del 12 ottobre 2005)[64]. I professionisti, invece, sono definiti come quei soggetti iscritti agli ordini professionali e quelli aderenti alle associazioni professionali iscritte nell'elenco tenuto dal Ministero delle Imprese e del Made in Italy ai sensi della legge 14 gennaio 2013, n. 4 e in possesso dell'attestazione rilasciata ai sensi della medesima legge n. 4 del 2013.

A livello di coperture il fondo dichiara di intervenire su tutte le tipologie di operazioni finalizzate all'attività di impresa sia a breve che medio-lungo termine, con le seguenti percentuali coperte:

- Garanzia diretta dell'80%
- Riassicurazione all'80% su garanzia dei confidi non superiore all'80% del finanziamento

[64]Le medie imprese, considerata l'esistenza di eventuali imprese associate e/o collegate, hanno meno di 250 occupati e un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro. Le piccole imprese, considerata l'esistenza di eventuali imprese associate e/o collegate, hanno meno di 50 occupati e un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro. Le microimprese, considerata l'esistenza di eventuali imprese associate e/o collegate, hanno meno di 10 occupati e un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro.

5.3 Decreto legge 8 aprile 2020

Il fondo di garanzia così costruito ha permesso negli anni di aiutare numerose imprese ad accedere a vari finanziamenti necessari al sostentamento e sviluppo dell'attività aziendale.

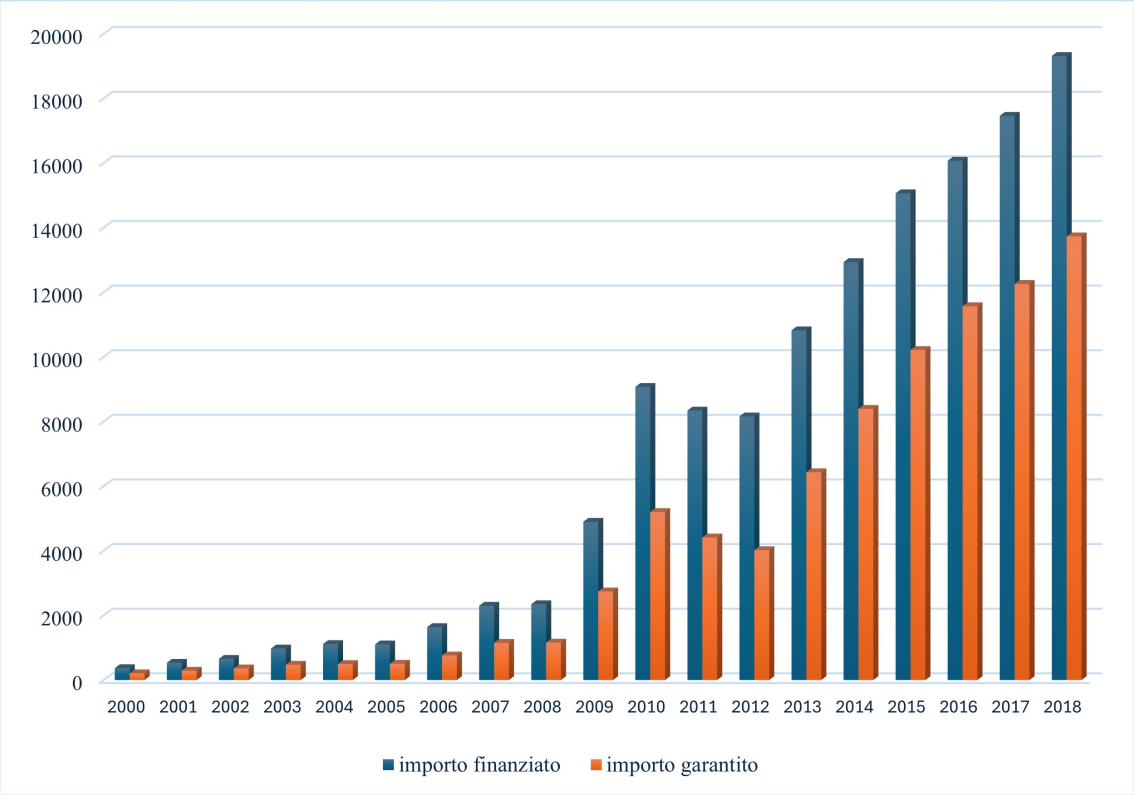


Figura 17: Operatività del fondo
Source: Ministero dello Sviluppo Economico, 2019

Dai primi anni 2000 fino al 2018 si sono registrate crescite considerevoli sia dal lato dell'emissione che delle relative coperture statali. La crescita dei volumi di emissione è stata in media del 27,7% all'anno con picchi del 108,7% e 85,2% nel 2009 e 2010, ai quali si sono susseguiti anche anni di decrescita. Con riferimento ai volumi coperti da garanzia, invece, nel decennio che va dal 2008 al 2018 le percentuali coperte sono state superiori al decennio precedente con una copertura media del 62,1% ed una crescita media del 4% annuo (Figura 17). I dati così enunciati descrivono un andamento più che positivo delle coperture, che sono diventate nel tempo uno strumento ampiamente utilizzato dai governi e altri organi statali per aiutare e sostenere il mercato delle PMI.

Abbiamo visto in precedenza come la crisi da Covid-19 abbia di fatto messo a dura prova molte delle imprese italiane, obbligandole a dover chiedere finanziamenti ad istituti di credito in modo tale da superare la chiusura della produzione ed aspettare che la situazione economico-sanitaria si stabilizzasse. Con il Decreto Legislativo 8 aprile 2020 n.13 lo stato italiano è andato incontro a questa esigenza, introducendo una serie di deroghe alla norma che disciplinava il Fondo centrale di garanzia. Il decreto legislativo prende il nome di "Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali[65] " ed è rimasto valido a partire dal 9 aprile fino al 31 dicembre 2020.

All'articolo 1 viene descritta la misura introdotta dal decreto legislativo in questione, definendo che "Al fine di assicurare la necessaria liquidità alle imprese con sede in Italia, colpite dall'epidemia COVID-19, diverse dalle banche e da altri soggetti autorizzati all'esercizio del credito, SACE S.p.A. concede fino al 31 dicembre 2020 garanzie [...] in favore di banche, di istituzioni finanziarie nazionali e internazionali e degli altri soggetti abilitati all'esercizio del credito in Italia, per finanziamenti sotto qualsiasi forma alle suddette imprese[66] ". Si definisce così l'area di azione del provvedimento, che interviene aiutando le imprese nella richiesta di finanziamenti presso gli istituti di credito, i quali vedranno le proprie posizioni coperte dallo stato italiano e non richiederanno garanzie direttamente alle aziende.

Nei successivi articoli vengono disciplinati ed introdotti gli aiuti a favore delle imprese, come ad esempio la non applicabilità o decadenza di alcuni articoli del c.c in materia di riduzione del capitale o in materia di finanziamenti alle società [67]. Viene anche disciplinata la redazione del bilancio d'impresa ed introdotti cambiamenti in aiuto delle imprese in difficoltà[68].

[65] *Decreto legge 8 aprile 2020, n.23* GU
[66] Articolo 1, *Decreto legge 8 aprile 2020, n.23*
[67] Articolo 6 e 8
[68] Vedi articoli fino al numero 13

5.3.1 Articolo 13

Le novità vere e proprie in tema del Fondo centrale di garanzia PMI vengono introdotte dall'articolo 13, che definisce: "Fino al 31 dicembre 2020, in deroga alla vigente disciplina del Fondo di cui all'articolo 2, comma 100, lettera a), della legge 23 dicembre 1996, n. 662, si applicano le seguenti misure...". Le novità introdotte sono le seguenti:

- Garanzia viene concessa a titolo gratuito
- L'importo massimo garantito per singola società viene aumentato a 5 milioni di euro
- Vengono modificate le percentuali di copertura: innalzato al 90% la copertura della garanzia diretta per le operazioni finanziarie con durata fino a 72 mesi. L'importo non può comunque superare uno di questi limiti:
  - il doppio della spesa salariale annua del beneficiario per il 2019 o per l'ultimo anno disponibile. Nel caso di imprese costituite a partire dal 1º gennaio 2019, l'importo massimo del prestito non può superare i costi salariali annui previsti per i primi due anni di attività.
  - il 25% del fatturato totale del beneficiario nel 2019.
  - il fabbisogno per costi del capitale di esercizio e per costi di investimento per i prossimi 18 mesi in caso di PMI, e per i prossimi 12 mesi in caso di imprese fino a 499 dipendenti[69] .
- Le percentuali di copertura raggiungono anche il 100% per operazioni di riassicurazione a condizione che le garanzie rilasciate dai Confidi o da altri fondi di garanzia non superino la percentuale massima di copertura del 90%.

[69] Viene così innalzato il tetto massimo di dipendenti per la definizione di PMI

- Viene introdotta una deroga sul modello di valutazione riguardante la probabilità di inadempimento delle imprese. Per il nuovo calcolo si fa riferimento esclusivamente ai dati necessari alla compilazione del modulo economico-finanziario[70].

- Ai sensi della lettera g-bis viene, inoltre, estesa la garanzia "in favore dei beneficiari finali che presentano, alla data della richiesta della garanzia, esposizioni nei confronti del soggetto finanziatore classificate come inadempienze probabili o come esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate [...] purché la predetta classificazione non sia stata effettuata prima del 31 gennaio 2020[71] ". In questo modo la garanzia è riuscita ad intervenire su posizioni finanziarie che non fossero solamente "in bonis".

- Vengono anche ammesse garanzie per coperture del 100% con garanzia diretta e riassicurazione in favore di PMI e persone fisiche esercenti attività di impresa, le cui attività sono state danneggiate dall'emergenza Covid-19 e autocertificate dal soggetto. Tali finanziamenti dovranno però rispettare due condizioni:

    - rimborso del capitale non deve avvenire prima di 30 mesi dall'erogazione e deve avere una durata di 120 mesi .

    - l'importo non deve essere superiore al doppio della spesa salariale annua del beneficiario per il 2019 (o comunque ultimo anno disponibile) e non superiore al 25% del fatturato totale nel 2019. L'ammontare non può comunque essere superiore a €30.000

- In riferimento a imprese con ricavi non superiori a €3.200.000,00 e danneggiate dalla pandemia, come risulta da autodichiarazione, il Fondo può concedere una garanzia del 90% che può essere cumulata con la copertu-

[70] Il "modulo economico finanziario" è una componente del modello di valutazione utilizzato dal Fondo di Garanzia

[71] *Lettera g-bis*

ra del restante 10% da parte di un Confidi o di altro soggetto abilitato (anche in questa fattispecie vengono applicati limiti quantitativi, come da comma precedente, escluso il limite totale di €30.000)

- Infine, la garanzia del Fondo può essere richiesta anche su operazioni finanziarie già perfezionate con l'erogazione da parte del soggetto finanziatore da non oltre 3 mesi dalla data di presentazione della richiesta e, comunque, in data successiva al 31 gennaio 2020[72].

[72] *Lettera p*

5.4 I numeri della garanzia

Le garanzie sui prestiti a favore delle PMI non solo hanno permesso il salvataggio e la miglioria della situazione economica di varie imprese in crisi, ma ha anche rappresentato un'opportunità unica per gli istituti di credito che potevano così erogare numerosi crediti nel mercato. L'innalzamento delle soglie di garanzia, l'erogazione gratuita e tutti i vari incentivi hanno spinto la domanda di finanziamenti garantiti, e questa domanda è stata accolta immediatamente dalle banche. Grazie all'intervento del Fondo, il rischio di insolvenza, normalmente in capo all'istituto che eroga il finanziamento all'impresa, viene traslato sul Fondo di garanzia per la quota di finanziamento assistita dalla garanzia pubblica. In caso di esaurimento delle risorse del Fondo, lo Stato italiano fornisce una garanzia di ultima istanza, ciò determina un grosso vantaggio per le banche e gli altri istituti di credito: il meccanismo della "ponderazione zero[73] ", ossia l'azzeramento di assorbimento di capitale sulla quota di finanziamento assistita dalla garanzia pubblica (Ministero delle imprese e del made in italy, 2023).

Dal 2020 al 2022 il numero di operazioni costruite sulle nuove deroghe introdotte dal decreto-legge 8 aprile 2020 (quindi operazioni di prevedevano garanzie su finanziamenti fino a 30mila euro) sono state 1.184.751 con un totale di crediti erogati pari ad oltre 23 miliardi di euro.

Paragonando questa repentina crescita con gli anni precedenti alla crisi Covid-19 emerge in maniera molto chiara quanto la nuova normativa emanata abbia di fatto aperto il mercato ad una nuova opportunità che è stata colta con estrema velocità (Figura 18).

Non sorprende che questi recenti cambiamenti, uniti alla ricerca di nuova liquidità da parte delle PMI in un contesto economico difficile, abbiano provocato un

[73] L'Accordo del 2006 – "Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali" (cosiddetto "Accordo di Basilea 2") ha consentito il riconoscimento della cosiddetta "ponderazione zero" sulla quota di finanziamento bancario assistita dalla garanzia del Fondo

aumento della domanda di prestiti garantiti da CGF[74]. Sempre con riferimento al biennio 2020-2022 la maggior parte delle operazioni poste in essere sono state con l'utilizzo della copertura del 100% (il 98% del totale), a dimostrazione del fatto che tale deroga ha rappresentato un trampolino di lancio fondamentale per la nascita di queste operazioni.

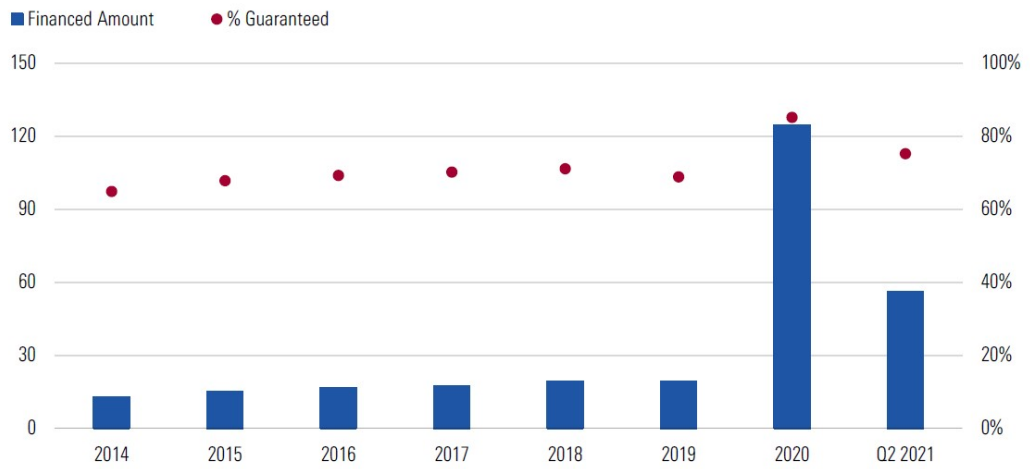


Figura 18: Successful applications to CGF - dati in miliardi di Euro
Source: DBRS Morningstar, 2021

DBRS Morningstar ha rilevato un numero crescente di nuove operazioni di "*Collateralised Loan Obligation*" (CLO) di PMI in cui il portafoglio cartolarizzato comprendeva in gran parte prestiti garantiti da CGF; lo stesso studio ha registrato alti livelli di pagamenti anticipati in operazioni CLO di PMI italiane che erano già nate in passato, in modo tale da poter sostituirli con nuovi prestiti che potessero così beneficiare delle garanzie pubbliche (DBRS Morningstar, 2021).

Studi ed analisi quantitative dimostrano come il mercato abbia incorporato velocemente la nuova direttiva, tanto che il picco di emissioni è stato raggiunto proprio nel 2020 e subito dopo si è tornati a livelli modesti di erogazione (Tabella 5).

[74]Cassa Depositi e Prestiti Garanzia Fondo, più comunemente conosciuta come "Garanzia del Fondo di Garanzia per le PMI"

Garanzie per anno di concessione		
	N. Operazioni	Finanziato
2020	1.041.017	20.438.870.968,5
2021	137.013	2.597.080.460,2
2022	6.721	132.394.110,5
	1.184.751	23.168.345.539,2

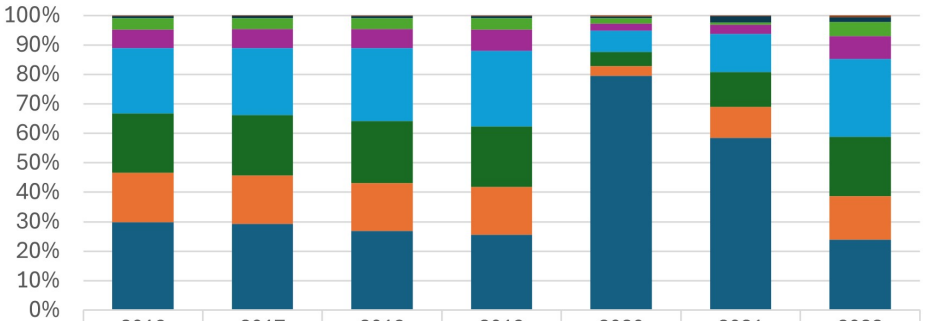
Tabella 5: Garanzie concesse dal fondo (2020-2022)
Source: Elaborazione propria da dati Banca del Mezzogiorno Mediocredito Centrale, 2022

In particolare, la diminuzione marginale dall'anno precedente nel numero di operazioni nate è stata dell'87% nel 2021 e del 95% nel 2022.

L'effetto delle deroghe alle garanzie esistenti viene evidenziato in maniera ancora più marcata guardando alla distribuzione dei finanziamenti garantiti suddivisi per classi di importo (Figura 19). Il grafico mostra come le tipologie di operazioni ed il loro andamento percentuale nel triennio 2016-2019 si sono mantenuti costanti, senza registrare dei cambiamenti considerevoli di nota. Sempre in questo periodo le operazioni fino a €30.000 hanno registrato un leggero calo passando dal 29,8% nel 2015 al 25,6% nel 2019 diventando di fatto in quell'anno non più la categoria con il peso maggiore (nel 2019 le operazioni tra 100k e 300k rappresentano il 25,7%). Nel 2020 per effetto delle disposizioni straordinarie del "decreto liquidità", tale classe di importo registra un forte incremento con un'incidenza del 79,6% del totale annuo, mostrando ulteriormente come queste operazioni abbiamo di fatto saturato il mercato e lanciato il mercato dei finanziamenti.

La crescita è stata rapida e con volumi molto importanti da subito, tanto che guardando al periodo immediatamente successivo si è rientrati velocemente su valori simili a quelli antecedenti al nuovo decreto-legge (nel 2022 addirittura si arriva a valori al disotto di quelli del triennio 2016-2019). Infine, è utile notare che nel 2022 le classi di finanziamento con importo piu elevato, a partire dalla classe 100k/300k, registrano un'incidenza più alta rispetto a tutti gli anni presi in esame, segno che

denota un aumento nella richiesta degli importi di credito garantito da parte delle imprese.



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
X > 2M	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,5%
1M < X ≤ 2M	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%	2,1%	1,6%
500000 < X ≤ 1M	3,8%	3,7%	3,6%	3,8%	1,8%	0,7%	4,9%
300000 < X ≤ 500000	6,3%	6,5%	6,6%	7,2%	2,4%	3,2%	7,7%
100000 < X ≤ 300000	22,2%	22,8%	24,7%	25,7%	7,3%	12,9%	26,5%
50000 < X ≤ 100000	20,2%	20,4%	21,0%	20,5%	4,9%	11,9%	20,1%
30000 < X ≤ 50000	16,7%	16,4%	16,2%	16,3%	3,2%	10,5%	14,8%
X ≤ 30000	29,8%	29,3%	26,9%	25,6%	79,6%	58,4%	23,9%

Figura 19: Finanziamenti garantiti per classi di valori 2016 - 2022 (valori in %)
Source: Elaborazione propria da dati Banca del Mezzogiorno Mediocredito Centrale, 2022

Il regime straordinario del Fondo ha fatto registrare risultati eclatanti, superando i volumi cumulati garantiti in tutti i precedenti venti anni di operatività dello strumento. Se si considera il triennio 2020-2022, si registrano domande accolte pari a n. 2.865.985 (circa l'85,4% sul totale del periodo 2016-2022), garanzie concesse pari a oltre 215,6 miliardi di euro (81% sul totale periodo 2016-2022) e finanziamenti garantiti pari a circa 271,7 miliardi di euro (78,9% sul totale del periodo 2016-2022). In particolare, focalizzando l'analisi sull'anno di entrata in vigore delle deroghe (2020) vengono registrati i massimi operativi assoluti nella storia del Fondo, con un numero di domande che pesa circa il 47,3% sul totale dell'intero periodo di osservazione (2016-2022).

La distribuzione regionale delle domande è stata pressoché omogenea in tutto il paese con il Nord-Ovest che ha registrato la percentuale maggiore (28,34%), a seguire poi la zona del Mezzogiorno (26,08%) ed infine il Centro ed il Nord-Est (rispettivamente 23,34% e 22,24%).

Interessante è anche lo studio dell'operatività del Fondo in relazione al tema delle "sofferenze", ossia quelle operazioni assistite dalla garanzia per le quali, nel periodo di osservazione (2016-2022), siano state effettivamente attivate le relative garanzie statali. Nel periodo di monitoraggio, si osserva che le operazioni in stato di sofferenza ammontano complessivamente 51.284, di cui 13.534 (valore più elevato del periodo di monitoraggio) ricadono nel 2022, e dal confronto tra il 2022 e il 2021 (in cui si registrano n. 8.934 operazioni in sofferenza) si osserva un aumento di circa +51,4%. In ottica generale nel triennio 2016-2019 il livello di operazioni accolte che sono entrate in sofferenza hanno mantenuto dei livelli pressoché costanti nel tempo, con una media del 4,4% annuo. Nel 2020 il tasso viene a ridursi drasticamente fino allo 0,47% per effetto degli allungamenti dei piani di rimborso dei finanziamenti stabiliti dal decreto "Cura Italia[75] " e della crescita vertiginosa delle nuove operazioni di garanzia. Nei due anni successivi si sono registrate delle crescite: un leggero aumento nel 2021 fino allo 0,9% per poi ritornare nel 2022 a percentuali simili a quelle precedenti (4,78%).

Altro punto di approfondimento nell'emissione di garanzie è la distribuzione per classe di merito delle domande accolte. Il fondo, infatti, garantisce le Pmi e i professionisti considerati economicamente e finanziariamente sani sulla base dei criteri di valutazione stabiliti dalle disposizioni operative del fondo. Per la selezione dei soggetti validi viene utilizzato un "modello di rating" che va a calcolare la probabilità di inadempimento dei soggetti beneficiari collocandoli in una delle classi e delle fasce che compongono la scala di valutazione (Figura 20). Il risultato finale della valutazione definisce la classe di merito del beneficiario finale, andando così a stabilire l'ammissibilità della garanzia e la percentuale di copertura (fatte salve alcune tipologie di operazioni o di soggetti beneficiari per i quali la copertura è fissa).

La distribuzione delle operazioni per classi di merito evidenzia una concentra-

[75]Decreto "Cura Italia" (Decreto-Legge 17 marzo 2020, n. 18) è stato emanato per fronteggiare l'emergenza sanitaria ed economica causata dalla pandemia di COVID-19

Fascia	Classe	P.Default	N.Operazioni	Finanziato	Garantito
1	1	0,12%	55.357	29.811.099.586,2	24.958.562.549,0
2	2	0,33%	29.961	13.373.074.151,6	11.196.729.048,2
	3	0,67%	25.563	10.312.137.345,9	8.603.613.122,0
	4	1,02%	67.107	23.732.460.714,9	19.861.971.519,8
3	5	1,61%	124.976	32.288.897.070,2	26.879.690.950,2
	6	2,87%	107.321	21.112.373.412,0	17.521.594.564,5
	7	3,62%	140.797	23.899.942.696,4	19.773.136.845,9
4	8	5,18%	70.250	13.492.174.161,9	11.134.974.237,4
	9	8,45%	65.417	12.870.297.181,7	10.582.745.245,1
	10	9,43%	31.876	6.515.451.776,9	5.344.367.783,7
5	11	16,30%	5.205	1.073.320.562,6	876.348.667,1
	12	22,98%	25	6.522.500,0	5.165.460,0
		Totale:	**723.855**	**188.487.751.160,2**	**156.738.899.993,0**

Figura 20: Distribuzione finanziamenti per classi di merito
Source: Elaborazione propria da dati Banca del Mezzogiorno Mediocredito Centrale, 2022

zione di erogazione verso soggetti con classe di rating da 1 a 7 (si tratta dell'82% dei finanziamenti emessi) ed un totale di oltre €33 Mld finanziati a soggetti con probabilità di default superiore al 5% (classi dalla 8 alla 12[76]). Va evidenziato come nonostante alcuni soggetti risultassero effettivamente abbastanza rischiosi dal punto di vista del merito creditizio, siano comunque stati erogati numerosi finanziamenti, consapevoli del fatto che le garanzie sarebbero intervenute a copertura di eventuali inadempienze. Le garanzie, infatti, hanno agito in percentuale uguale indipendentemente dalle classi di merito, con una copertura media dell'82,6%.

In ultima istanza, per studiare l'efficacia di questi strumenti e vedere come abbiano effettivamente aiutato le imprese, si può andare ad osservare l'effetto leva computato come rapporto tra le garanzie concesse e l'importo accantonato. Il Fondo permette di sviluppare un moltiplicatore di circa 9,1 volte l'ammontare delle risorse pubbliche accantonate, tale risultato appare ancora più evidente se si considera l'effetto moltiplicatore sui finanziamenti garantiti, dove lo strumento raggiunge un effetto leva pari a circa 11,8 volte la posta (vale a dire che 1 euro accantonato ha determinato circa 11,8 euro di finanziamento) (Ministero delle imprese e del made in italy, 2023). Guardando solamente al periodo 2020-2022 si registra una riduzione della leva rispetto al 2019; riduzione che però è legata all'incremento delle coperture

[76]Valori della tabella che tengono in considerazione non solo le garanzie derivanti dalla lettera m. art.13 , ma anche altre garanzie. Comunque il dato mostra a livello statistico la distribuzione di garanzie statali per classe di merito

disposto dalla normativa nazionale introdotta per far fronte all'emergenza Covid-19.

In generale si può sicuramente affermare che gli strumenti messi in atto dallo Stato per la salvaguardia delle imprese in questo periodo di crisi pandemica siano risultati molto efficaci nell'erogazione di liquidità per le PMI, a maggior ragione se si tiene in considerazione la tempistica delle erogazioni. Infatti, la garanzia del Fondo, nell'arco di pochi giorni dalla richiesta di garanzia presentata al gestore, consente l'afflusso tempestivo di nuova finanza alle imprese. Tale vantaggio per le PMI ha assunto molta rilevanza nella fase più acuta della crisi, in cui le stesse risentivano particolarmente dei relativi contraccolpi economici.

6 Cartolarizzazione dei crediti garantiti

6.1 Obiettivo di ricerca

Un grosso aumento dell'erogazione di finanziamenti, storicamente, non rappresenta solo un beneficio per i richiedenti ma anche una grossa opportunità per gli erogatori stessi. Come è stato descritto nei capitoli iniziali, lo strumento della cartolarizzazione rappresenta una tecnica efficace con cui cedere posizioni creditizie ed ottenere immediata liquidità da utilizzare all'occorrenza. Il sistema macroeconomico e l'introduzione delle garanzie, quindi, non solo hanno aiutato le PMI ad accedere a nuova liquidità, ma hanno anche generato numerosi portafogli in pancia agli intermediari finanziari (tipicamente banche) da poter cartolarizzare.

Negli ultimi anni è aumentata la letteratura riguardante l'effetto delle garanzie pubbliche sui crediti, concentrandosi principalmente sull'impatto di queste misure sul sostegno finanziario alle imprese, in particolare alle PMI con riferimento al periodo pandemico. Diversi studi hanno evidenziato come le garanzie abbiano facilitato l'accesso al credito per le imprese, riducendo il rischio percepito dalle banche e incentivando l'erogazione di finanziamenti anche in periodi di incertezza economica (Laura Ferrari Bravo, 2022). Il funzionamento e la bontà del fondo di garanzia è stato oggetto di molte analisi, con riguardo soprattutto all'apporto di addizionalità economica (S.Caselli e M.Rossolini, 2020) e alla sua importanza, in relazione al periodo di grossa crisi che stava affrontando il paese nel favorire l'accesso al credito (Socci e Lucarelli, 2020) (Consentino e Calcagno, 2021).

Tuttavia, pare che l'analisi non si sia mai spostata verso l'approfondimento di un altro mercato che è ancorato all'aumento di erogazione di crediti: il mercato delle cartolarizzazioni.

Sebbene quindi le garanzie statali siano state materia di ampi studi, risulta carente un approfondimento sui suoi impatti nel mercato nel momento in cui queste garanzie venivano trasferite tramite operazioni di finanza strutturata.

In questo lavoro di ricerca si intende colmare questa lacuna analizzando in che modo le garanzie abbiano influenzato il mercato della cartolarizzazione, valutando il loro impatto sui volumi di titoli emessi, sulle dinamiche di rischio-rendimento, la loro performance, ed il loro effetto nella percezione da parte del mercato, con riferimento all'implementazione di nuovi modelli valutativi da parte delle società di rating.

L'obiettivo è comprendere se le garanzie pubbliche abbiano effettivamente favorito la strutturazione e la sottoscrizione di operazioni di cartolarizzazione, contribuendo a migliorare la liquidità del mercato e ridurre il rischio percepito, favorendo così il mercato in generale.

Attraverso un'analisi empirica basata su dati relativi alle operazioni di cartolarizzazione costruite su portafogli di crediti garantiti, verranno esplorate le seguenti tematiche:

- **L'impatto delle garanzie sui volumi delle cartolarizzazioni**: analizzando se l'introduzione della garanzia non solo ha rappresentato un vettore di crescita nell'erogazione di crediti, ma se questo fenomeno si è poi effettivamente traslato nel mercato delle cartolarizzazioni.

- **Verifica di possibili problematiche di azzardo morale**: attraverso lo studio di una serie di fattori qualitativi, si vuole provare la presenza o meno di comportamenti di azzardo morale in queste particolari operazioni di cartolarizzazione.

- **L'effetto sulle dinamiche di rischio/rendimento:** con riferimento anche all'approfondimento sull'azzardo morale si va ad indagare la performance effettiva delle garanzie, dimostrando così la bontà effettiva dello strumento inserito nelle operazioni.

- **La valutazione delle garanzie da parte del mercato:** esplorando come le società di rating abbiano effettivamente valutato queste operazioni

si va a studiare l'appetibilità e la solidità in favore dei sottoscrittori.

Questa ricerca mira, quindi, a fornire un contributo sul tema delle cartolarizzazioni, ponendo l'accento sulla performance effettiva delle garanzie pubbliche non solo come strumento di supporto per le imprese, ma anche come elemento chiave per la sostenibilità e lo sviluppo del mercato della cartolarizzazione.

6.2 Il mercato dei titoli garantiti

Un primo indice fondamentale da chiarire è l'influenza che si è avuta nel mercato della cartolarizzazione in relazione ai cambiamenti dei volumi emessi/sottoscritti.

Come è stato visto in precedenza i volumi di emissione dei finanziamenti in favore delle imprese sono stati considerevoli, raggiungendo i massimi del fondo di garanzia. Se si pone l'attenzione sul mercato delle cartolarizzazioni, anche qui, i volumi hanno mostrato delle forti crescite, dimostrando che i crediti sono stati traslati velocemente sul mercato esterno ad un'ampia varietà di investitori. In particolare, dal 2020 si sono registrati grossi aumenti dimostrando che la trasformazione è stata repentina ed efficace grazie alle garanzie che hanno reso più appetibili questi crediti.

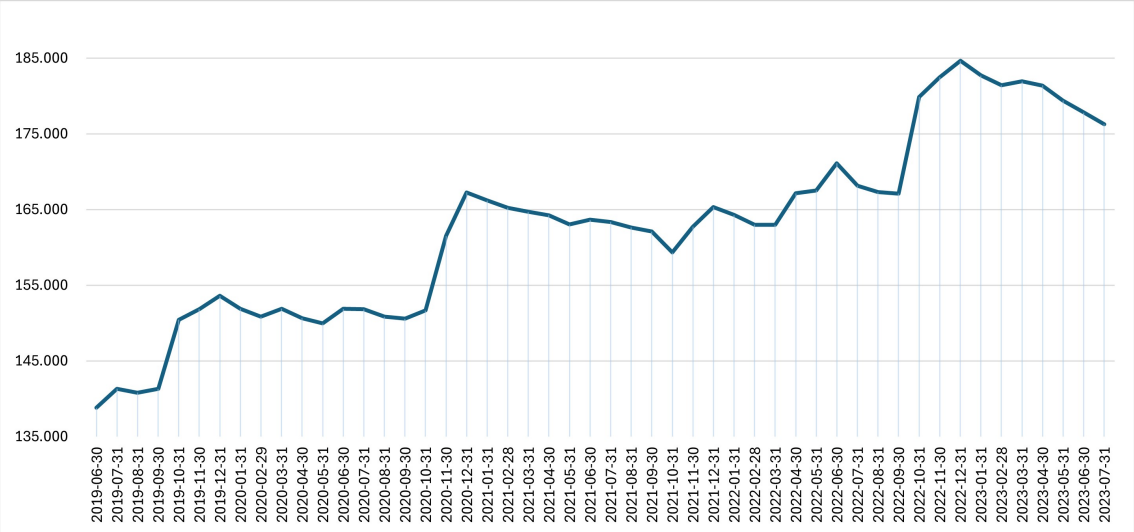


Figura 21: Andamento cartolarizzazione prestiti a società non finanziarie 2019-2023 (dati in milioni di euro)
Source: Elaborazione propria da dati Infostat, 2024

Dal 2020 si sono registrati aumenti significativi nel mercato e intorno al luglio del 2020 (anno di emanazione delle deroghe alle garanzie del fondo) le cartolariz-

zazioni registravano valori intorno ai 151 miliardi di euro. In meno di due anni questo valore ha continuato a crescere, registrando un aumento in termini nominali dell'11% e superando la soglia dei 167 miliardi di euro. Successivamente, i volumi delle cartolarizzazioni si sono stabilizzati, oscillando intorno ai 165 miliardi di euro, indicando un consolidamento nel volume di operazioni (Figura 21).

Un'ulteriore crescita è stata infine registrata nella seconda metà del 2022 dove il mercato ha avuto un incremento del 10,5% arrivando a toccare i massimi storici: 184,652 miliardi di euro. Infine, il mercato delle cartolarizzazioni in Italia ha avuto un costante calo fino ai giorni odierni, anche se comunque il 2024 ha chiuso con un bilancio superiore a quello precedente all'emanazione delle deroghe.

La crescente offerta di finanziamenti cartolarizzati con garanzie statali è stata bilanciata da una forte crescita della domanda degli investitori che hanno identificato in queste operazioni delle buone opportunità di investimento. Le sottoscrizioni sono state numerose, dimostrando il fatto che gli investitori hanno riconosciuto in questi possibili investimenti una combinazione vantaggiosa di rischio/rendimento. La presenza di garanzie ha agito come un catalizzatore per attrarre sia investitori istituzionali che privati, riducendo la percezione del rischio associato ai portafogli. Questo ha determinato non solo un incremento delle sottoscrizioni, ma anche una maggiore liquidità nel mercato. Le sottoscrizioni dei titoli con copertura hanno mostrato una tendenza crescente, evidenziando una netta preferenza per gli strumenti con garanzia rispetto a quelli privi di supporto pubblico e tale dinamica ha contribuito a rafforzare la fiducia nel mercato, favorendo una più ampia diffusione di questi strumenti finanziari nonostante il contesto macroeconomico fosse di grossa incertezza.

6.3 Tema dell'azzardo morale

6.3.1 Possibili problematiche

La "*Due Diligence*[77] in operazioni di finanziamento ha assunto sempre maggiore importanza dalla crisi finanziaria del 2008, dove le banche erogatrici, non curandosi di effettuare un'adeguata verifica dei richiedenti, hanno immesso nel mercato un'enorme quantità di crediti "spazzatura".

Storicamente le operazioni di cartolarizzazione hanno creato problematiche di "azzardo morale", dove gli intermediari finanziari che andavano a selezionare crediti non effettuavano un'adeguata verifica dei fattori intrinsechi di rischio dei richiedenti. Il loro unico interesse era esclusivamente quello di riuscire ad erogare il maggior numero di crediti, consapevoli che nell'immediato futuro sarebbero andati a cedere tali posizioni ad investitori terzi. In questo modo riuscivano a generare moli immense di flussi di cassa, e tutto il rischio veniva trasferito ad altri operatori del mercato[78].

A causa di questi precedenti lo strumento della cartolarizzazione ha mantenuto una nomea negativa tra gli operatori del mercato, e ora, a maggior ragione, la costruzione di queste garanzie e la loro immissione nel mercato tramite la cartolarizzazione fanno emergere delle possibili problematiche sulla bontà economica delle operazioni. L'erogazione è stata repentina per far sì che le imprese potessero ottenere liquidità immediata per il loro sostentamento, e questo potrebbe aver portato a delle procedure di erogazione non sufficientemente adeguate in termini di rischio di insolvenza.

L'avvento delle garanzie ha avuto sicuramente buone implicazioni creditizie per le imprese che ne hanno richiesto ma, nell'ultimo periodo, società di rating (come per esempio DBRS) hanno pubblicato dei paper ponendo segnali di allerta per un uso improprio delle garanzie statali che potrebbe facilmente portare a situazioni di

[77] Espressione (≪dovuta diligenza≫) che si riferisce all'attenzione e alla cura che si dovrebbero prestare, in maniera ragionevole, prima di stipulare un accordo con una controparte"

[78] Lo strumento della cartolarizzazione per come è costruito ha così permesso una rapida diffusione della crisi del mercato immobiliare ad una grande moltitudine di investitori

azzardo morale. Banche ed istituti finanziari, a detta di DBRS, potrebbero accedere fraudolentemente alle garanzie pubbliche per trarne un vantaggio economico (DBRS Morningstar, 2024a).

A difesa di questa ipotesi può essere riportato in analisi un caso riguardante la riscossione delle garanzie del fondo per le PMI che ha raggiunto una sentenza del tribunale di Asti nel gennaio 2024, il quale ha stabilito che la natura dell'operazione di finanziamento in questione non era semplicemente un tipico contratto di prestito o una dilazione del rimborso del debito, ma piuttosto una serie di schemi giuridici interconnessi, tutti finalizzati a ottenere garanzie statali per una parte significativa del debito in essere della banca. L'obiettivo di fondo non era l'erogazione immediata di fondi o la ristrutturazione dei termini di rimborso, si trattava invece di assicurare la protezione dello Stato contro l'inadempimento, nonostante l'incapacità del mutuatario di adempiere ai propri obblighi. Il tribunale ha sottolineato come la banca finanziatrice non abbia di fatto adempiuto ai propri obblighi normativi, non valutando in modo adeguato il merito di credito dei mutuatari[79].

6.3.2 Studio scientifico

Un'analisi sulla possibile presenza di azzardo morale nelle erogazioni di garanzie la troviamo in alcuni studi portati avanti da Banca d'Italia, che con una serie di indagini statistiche va a studiare gli effetti sull'addizionalità di credito creata dal programma di garanzia ed eventuali possibili problematicità nel comportamento delle banche erogatrici (Cascarino et al., 2022). La ricerca si focalizza guardando al calcolo di questo "effetto moltiplicatore", ossia la capacità effettiva dei programmi di garanzia messi in atto in periodo Covid di generare nuovo credito nel mercato per i soggetti richiedenti.

A tal proposito, tuttavia, possono insorgere delle problematiche su vari aspetti:

- Dal lato delle banche, quelle che concedono più prestiti garantiti potrebbero avere caratteristiche specifiche tali da influenzare la loro capacità di

[79] Ordinanza n.105 dell' 08/01/2024, Tribunale di Asti

erogare credito o di assumere rischi aggiuntivi.

- Per quanto riguarda i debitori, quelli che ottengono prestiti garantiti possono avere caratteristiche diverse (come, ad esempio, in termini di esigenze di liquidità o di probabilità di inadempienza) che possono influenzare la loro domanda di credito o la disponibilità delle banche a concedere un prestito garantito.

- Le imprese che ottengono prestiti con la garanzia del 100% potrebbero essere sistematicamente diverse da quelle che ottengono prestiti con la garanzia del 90% o dell'80%.

Per quanto riguarda la concessione di prestiti garantiti, nella fase iniziale della pandemia le banche meglio capitalizzate erano significativamente più inclini a concedere prestiti con copertura del 90%, mentre tale differenza tra le banche non era rilevante per i prestiti completamente garantiti[80]. Ciò suggerisce che la solidità finanziaria della banca è importante per la propensione all'emissione di un prestito in cui la banca mantiene una quota di rischio ("skin in the game"). Questo risultato è molto importante nella comprensione dell'allocazione del rischio nel mercato in quel particolare periodo storico.

Dal lato delle imprese richiedenti i risultati mostrano un coefficiente positivo nella correlazione tra la "grandezza aziendale" e la probabilità di ottenere un prestito garantito, mostrando che aziende più grandi e capitalizzate hanno più possibilità di ottenere i crediti garantiti dal fondo[81].

Tuttavia, focalizzandosi su altri fattori di analisi si evince che aziende con minore liquidità, maggiore leva finanziaria, minore età, minore crescita delle vendite e maggiore crescita del credito prima della pandemia, hanno avuto maggiori probabilità di ricevere un prestito garantito ad alte percentuali di copertura (come la

[80]Nello studio del modello di regressione la capitalizzazione della banca erogatrice risulta avere un effetto positivo molto forte nella probabilità di erogare crediti garantiti al 90%.

[81]La grandezza dell'azienda fa sempre riferimento al campione di PMI che potevano richiedere il prestito

copertura al 100%). Le garanzie sono state quindi erogate, in questa fattispecie, ad imprese in media più rischiose e con una leva finanziaria maggiore, ma con un evidente necessità di ottenere liquidità utile al sostentamento aziendale.

Viene quindi sottolineato come, grazie a questo strumento, le banche hanno potuto assumersi rischi maggiori di quelli che normalmente accetterebbero, e riuscendo in questo modo ad andare in contro alle esigenze di quella fetta di mercato che era in forte necessità di aiuti.

Infine, con riguardo alle diverse tipologie di garanzie offerte (100%, 90%, 80%) si è andati ad indagare la presenza di eventuali fattori che mostrassero la presenza di continue scelte sistematiche verso particolari soggetti richiedenti. L'analisi non ha portato ad alcuna evidenza di una "selezione" dei debitori, poiché le loro caratteristiche sono risultate omogenee a livello della "soglia" per le garanzie totalmente garantite al 100% (€30.000).

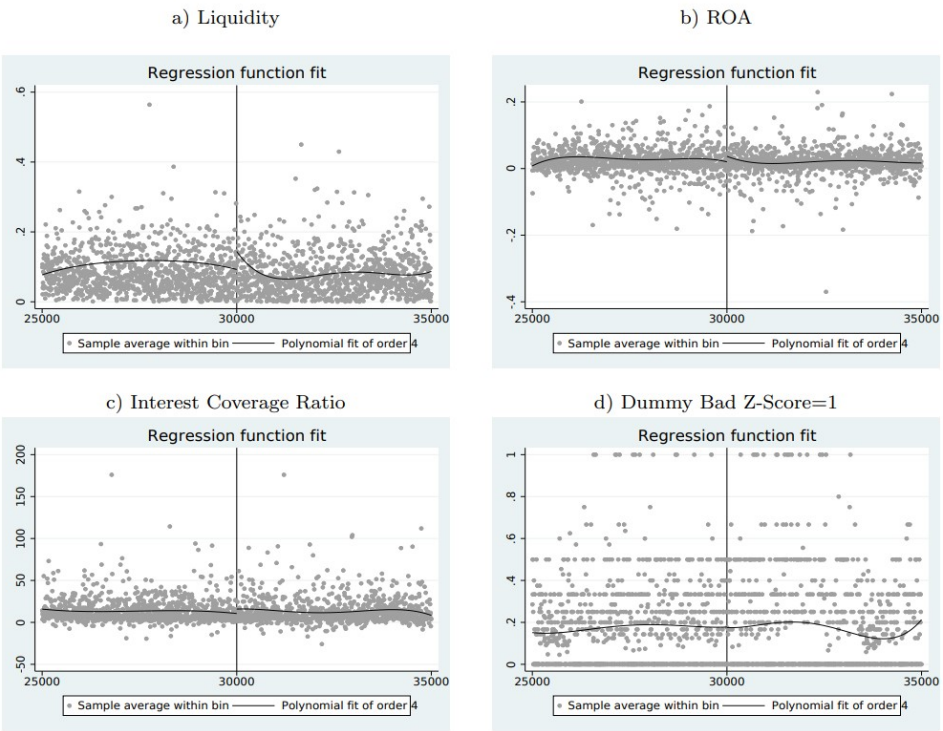


Figura 22: Analisi a livello della soglia dei €30.000
Source: Banca d'Italia, 2022

La Figura 22, infatti, mostra che alla soglia non si rilevano discontinuità per 4 valori fondamentali:

- Liquidità (attività liquide su attività totali)
- Return on Assets (ROA)
- Interest Coverage Ratio: ossia la capacità dell'impresa di coprire i propri debiti con i redditi operativi[82]
- *Dummy Bad Z-Score*: nel modello di studio rappresenta una variabile Dummy che va ad indicare il rischio di insolvenza dell'impresa[83]

Queste evidenze attenuano in questo modo la possibilità che ci sia stata una selezione sistematica delle imprese nei diversi programmi di garanzia messi in atto in periodo di crisi pandemica.

A livello complessivo è stato dimostrato come l'erogazione massiccia di crediti in periodo Covid-19 non abbia evidenziato un vizio di concessioni sistematiche verso imprese più rischiose attraverso attività di selezione avversa. Le garanzie hanno invece permesso alle banche di esporsi maggiormente verso debitori che in situazioni diverse non avrebbero ottenuto i finanziamenti necessari, aiutando la struttura economica del paese che è rappresentata soprattutto da piccole e medie imprese.

[82]Si calcola dividendo l'EBIT per le spese di interessi. Un ICR basso indica che il debito dell'azienda è elevato e, di conseguenza, anche la possibilità di bancarotta. Un ICR più alto indica una salute finanziaria più solida.

[83]Un valore di 1 rappresenta un rischio elevato di default.

6.4 Performance delle note e velocità nella riscossione

6.4.1 Descrizione operativa e benefici

Per poter verificare la bontà della garanzia offerta da MCC come strumento caratteristico in operazioni di cartolarizzazione bisogna andare a studiare come queste garanzie funzionano operativamente e di conseguenza la loro performance in termini di recupero del credito in sofferenza.

Come già spiegato nei capitoli precedenti il fondo di garanzia funge da garante dei crediti erogati alle PMI ed in quanto ente statale gode della copertura da parte dello stato italiano.

Tipicamente il rapporto di garanzia viene a crearsi tra la banca erogatrice ed il fondo, il quale, assume la figura di ultimo pagatore in situazioni di insolvenza da parte del richiedente, risultando così l'unica copertura a fronte del credito concesso.

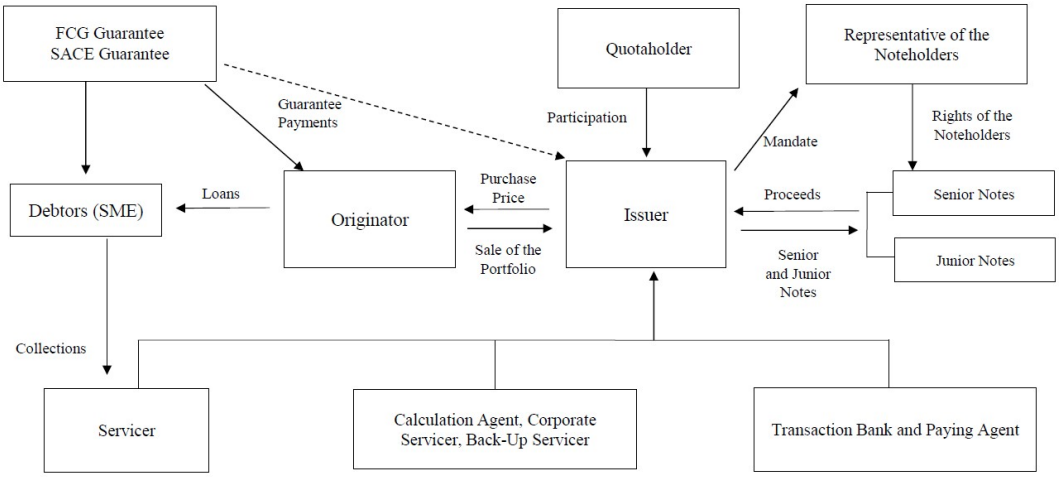


Figura 23: Struttura operazione garantita
Source: Banca Finint S.p.a, 2024

Con la creazione dell'operazione di cartolarizzazione gli istituti di credito andranno a vendere i loro prestiti ad un tipico veicolo di cartolarizzazione, ed ogni cartolarizzazione sarà formata da raggruppamenti di esposizioni omogenee garantite dallo stato[84]. In questo modo, dato che la società SPV ha di fatto acquistato i

[84]Vengono ad esempio raggruppate esposizioni garantite da una medesima percentuale del

crediti garantiti della banca tramite l'emissione di titoli ABS, con l'acquisto viene a trasferirsi anche la garanzia sottostante diventando lei stessa il nuovo beneficiario della copertura statale.

In ultima istanza le tranches dei titoli emessi andranno a riflettere la struttura economica del portafoglio sottostante distribuendo quindi le coperture tra i titoli Senior e Mezzanine/Junior. Se si prende come esempio un portafoglio con sottostante crediti garantiti fino all'80% la suddivisione del sottostante tra le diverse classi di titoli sarà la seguente:

- L'importo in linea capitale dei titoli Senior farà riferimento alla porzione del portafoglio con esposizioni garantite (80%)

- L'importo in linea capitale dei titoli Junior e Mazzanine farà invece riferimento alla restante porzione di portafoglio (20%)

In questo modo la costruzione dell'operazione garantisce una copertura totale delle posizioni Senior che beneficiano completamente delle coperture messe a disposizione dal fondo, e quindi in caso di insolvenza della linea di credito sottostante riceveranno dei flussi di cassa direttamente dal garante (ovvero in ultima istanza lo Stato). Vengono infatti stipulati inizialmente degli accordi tra la banca emittente, lo Stato ed i sottoscrittori dei titoli Senior (che comunicano attraverso la figura del RON), in base ai quali la banca chiederà al garante di pagare direttamente ai rispettivi sottoscrittori le somme dovute. Questo accordo trasforma di fatto la garanzia statale da una garanzia a copertura delle esposizioni sottostanti a una garanzia a copertura delle Senior notes (EBA, EIOPA e ESMA, 2022).

Lo schema così rappresentato crea inoltre delle differenze nella valutazione e accantonamento delle esposizioni ponderate per il rischio[85]. Infatti, gli enti che ricevono protezione sulle loro sottoscrizioni di titoli Senior dovranno calcolare gli importi

rischio di credito. Tipicamente l'80% oppure il 100% del valore nominale

[85]Definito come "Risk-weighted exposure" e fa riferimento ai requisiti patrimoniali per le istituzioni finanziarie all'interno dell'UE (Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento Europeo noto come CRR: "Capital Requirements Regulation")

delle loro esposizioni ponderate per il rischio con riferimento alla porzione protetta[86], mentre gli investitori in titoli Mezzanine e Junior non potranno riconoscere l'effetto delle garanzie statali sulle esposizioni sottostanti (EBA, EIOPA e ESMA, 2022, p. 62).

Nell'esempio presentato precedentemente, questo porterebbe ad un RW pari a 0 per i detentori di titoli Senior garantiti da fondo MCC.

6.4.2 Studio delle performance

In un contesto di questo tipo risulta di fatto evidente l'importanza che assume la performance della garanzia in ottica economica. Il corretto funzionamento dell'iter di copertura e distribuzione dei fondi non solo risulta fondamentale per il sostentamento economico delle piccole e medie imprese, ma rappresenta anche il fattore cardine per l'efficacia delle operazioni di cartolarizzazione, perché un eventuale sfasamento delle performance potrebbe causare perdite diffuse ad una più ampia platea di soggetti.

Per capire l'effettiva efficacia economica ci si concentra su:

- Analisi generale per capire il comportamento delle operazioni di cartolarizzazione su questi crediti

- Focus sulla velocità di riscossione delle garanzie per comprendere la bontà dello strumento nel momento in cui dovessero insorgere dei default, coprendo così il capitale degli investitori

Sono state studiate una serie di operazioni nate dopo la crisi Covid 19, che comprendevano tutti crediti garantiti dal fondo ed erogati grazie alle nuove deroghe. Oltre ai dati puntuali su tutta una serie di linee di credito che componevano i portafogli sottostanti, sono stati analizzati dei dati aggregati forniti da Servicer specializzati nelle pratiche di riscossione delle garanzie statali[87] e degli studi forniti dalle società di rating che monitorano costantemente l'andamento delle performance.

[86] Ai sensi della Parte 3, titolo II, Capo 4 del CRR (ai sensi dell'Articolo 249(6)(b))

[87] Per motivi di privacy non verranno divulgati i nomi specifici dei soggetti operanti e delle relative operazioni di cartolarizzazione

Uno studio di Moody's si è focalizzato sul panorama europeo, guardando al comportando del settore delle piccole/medie imprese negli ultimi anni, in relazione soprattutto alle operazioni di cartolarizzazione che hanno in analisi[88].

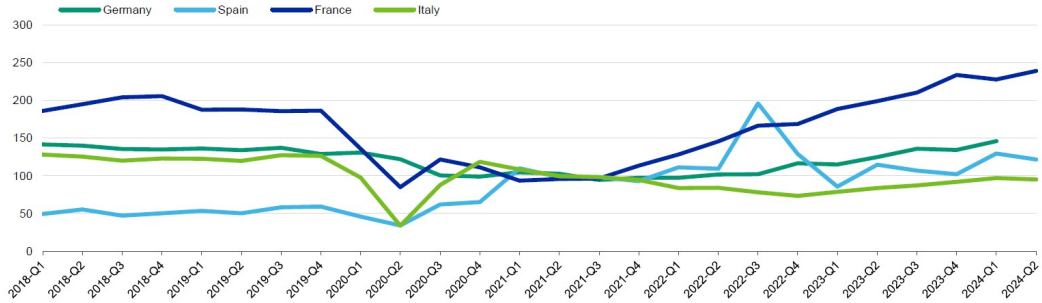


Figura 24: Andamento bancarotte in Europa
Source: Moody's, 2024

La Figura 24 mostra come si sono evolute le bancarotte nelle principali economie europee, e si evidenzia un andamento pressoché costante per il mercato italiano, un dato molto importante se paragonato all'andamento degli altri paesi che invece mostrano una volatilità maggiore negli anni successivi alla crisi pandemica.

Per quanto riguarda le operazioni di cartolarizzazione i dati evidenziano sì un peggioramento dei default sui crediti sottostanti, ma comunque su valori molto bassi se si considera la situazione macroeconomica che si sta affrontando[89]. Inoltre, lo studio sottolinea il fatto che sebbene le garanzie governative possano indurre gli istituti di credito ad allentare i criteri di sottoscrizione, i prestiti garantiti a sostegno dei titoli ABS hanno registrato delle performance nettamente migliori rispetto a dei medesimi crediti per le PMI garantiti dallo Stato ma non cartolarizzati (Moody's, 2024). Su 3 operazioni di cartolarizzazione con i maggiori volumi di esposizione a crediti garantiti, 2 registrano tassi di default pari allo 0% nonostante il tasso di inadempienza complessivo per i prestiti garantiti italiani si attesti all'1,9 % entro

[88]Lo studio è focalizzato sul panorama europeo mantenendo volontariamente fuori paesi come USA e UK. Questo per mantenere degli standard accettabili di comparazione, dato che questi mercati risultano eccessivamente fuori scala rispetto alle principali economie europee

[89]I cumulative defaults, in Italia, sono passati da 0,22% a 0,79%

dicembre 2022, e un andamento dei crediti "Delinquent[90]" in linea con operazioni non garantite.

Un tale andamento delle operazioni oltre a mostrare la loro bontà economica, toglie ulteriori dubbi sulla presenza di azzardo morale. Se si fossero verificate azioni opportunistiche da parte delle banche erogatrici queste sarebbero già emerse nelle percentuali di degradazione dei portafogli, cosa che invece che non si è verificata in maniera tale da evidenziare delle problematiche. I crediti erogati in favore delle piccole e medie imprese risultano essere storicamente un credito a maggiore rischio intrinseco rispetto ad altri tipi di finanziamenti. Le percentuali hanno di fatto evidenziato un andamento generale in linea con l'andamento storico di questi crediti, ed inoltre i medesimi crediti cartolarizzati hanno evidenziato un andamento addirittura migliore di quello più generale, sottolineando il fatto che nelle operazioni in analisi non è avvenuta una diffusione sistematica del rischio nel mercato.

6.4.3 I tempi di riscossione

Come ultimo fattore di analisi per l'indagine sulle garanzie troviamo i "tempi di recupero".

Le procedure sulla riscossione di garanzie, in generale, prevedono iter operativi molto lunghi e complessi, a maggior ragione se vengono considerate le pratiche per garanzie basate su fondi statali. Se poi a questi fattori vengono aggiunti tutti i passaggi procedurali tipici del nostro paese, possono giustamente insorgere dei dubbi sull'efficacia che possa avere la garanzia nei confronti degli investitori finali. Tutta la struttura dell'erogazione si fonda sull'assunzione che il fondo e le sue garanzie riescano a fare rientrare le perdite dell'ammontare previsto, e con tempi adeguati, altrimenti gli investitori vedrebbero i propri capitali bloccarsi per lunghi periodi di tempo, riducendo l'economicità di tutta l'operazione di cartolarizzazione.

[90] La definizione specifica di "Delinquent" cambia da operazione ad operazione per quanto riguarda i tempi specifici; si riferisce comunemente ad una situazione in cui il debitore è in ritardo su alcuni pagamenti. Dopo una serie di mancati pagamenti il credito passerà dall'essere "Delinquent" a "Default"

Per questo studio sono stati utilizzati dati forniti da alcuni Servicer, i quali, si occupano di raccogliere tutta una serie di informazioni sull'andamento del portafoglio cartolarizzato, così da poter fornire aggiornamenti agli investitori finali.

Quello su cui ci si vuole concentrare ora è tutto l'insieme di dati relativi alle procedure di richiesta ed escussione delle garanzie nel momento in cui un credito viene etichettato come una "Sofferenza".

Innanzitutto, bisogna fare una distinzione su due tempistiche separate che poi insieme formano il tempo effettivo che va ad impattare l'investitore:

- Tempi di applicazione
- Tempi di recupero

I "tempi di applicazione" mostrano il tempo trascorso tra l'effettivo passaggio in sofferenza del credito e l'implementazione della richiesta di garanzia effettuata dal Servicer nel confronto del fondo MCC. Su questo frangente due delle più grandi operazioni di crediti garantiti mostrano tempi medi di applicazione pari a 50 e 38 giorni[91], ed un'ulteriore operazione gestita da un altro Servicer registra un tempo medio di 42 giorni.

Questo dato mostra come i Servicer abbiano operato celermente nel presentare la documentazione necessaria, nonostante questa fosse decisamente corposa e dettagliata[92]. Infine, nella valutazione di questa tempistica va tenuto in considerazione il fatto che, nei primi giorni dalla dichiarazione di insolvenza, si cerca di recuperare il credito tramite procedure giudiziali che portano inevitabilmente ad uno slittamento dei tempi.

Con riferimento ai "tempi di recupero", invece, si guarda al tempo intercorso

[91] Trattasi di operazioni di cartolarizzazione private, che prevedevano l'emissione di titoli ABS per un totale di oltre 650Mln in entrambe le operazioni. Inoltre il conteggio dei giorni tiene conto dei giorni "effettivi" e non solamente di quelli lavorativi

[92] I soggetti operanti hanno specificato che la documentazione richiesta prevede un'attenzione meticolosa, a dimostrazione del fatto che il fondo ha cercato il più possibile di tutelarsi in caso di richieste non giustificabili

tra l'implementazione della domanda e l'effettiva riscossione della copertura da parte del fondo. In questo modo si studia l'efficienza dal lato del fondo stesso, osservando se i tempi abbiano garantito agli investitori dei rientri in tempi adeguati. Anche qui i dati evidenziano una buona operatività da parte del fondo che nelle due operazioni gestite dallo stesso Servicer hanno registrato un tempo medio di recupero pari a 167 giorni, ossia una media di 5 mesi e mezzo. Per quanto riguarda invece la terza operazione i tempi si sono aggirati intorno ai 242 giorni, ossia una media di 8 mesi circa.

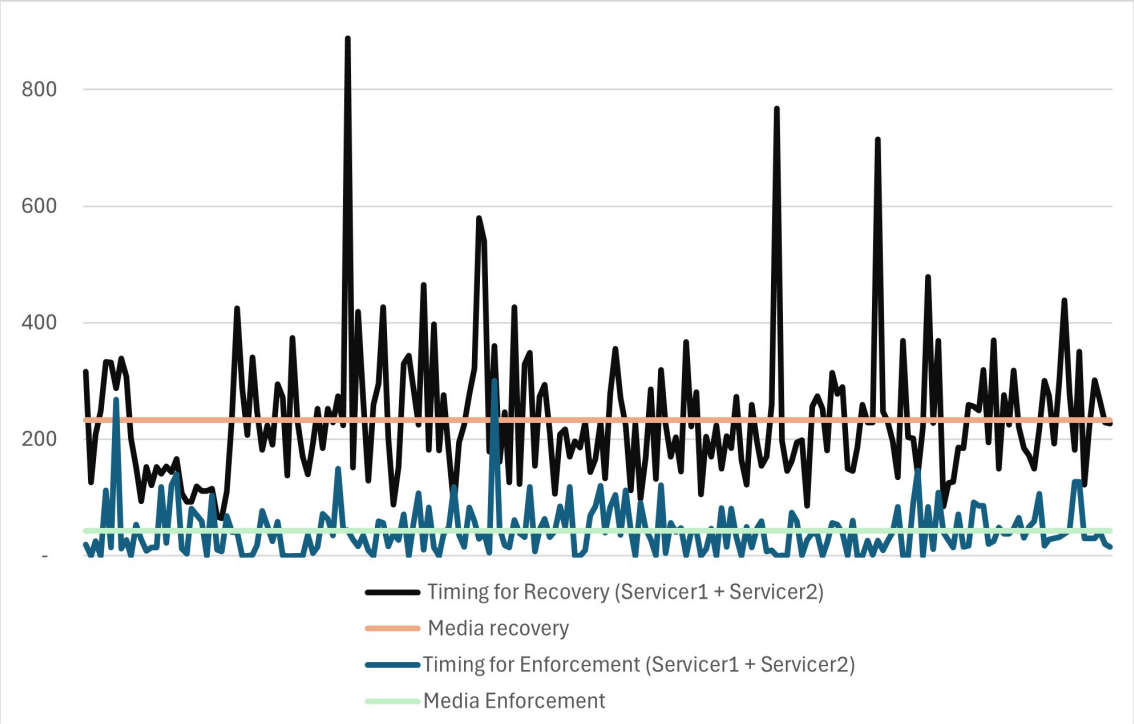


Figura 25: Rappresentazione grafica tempi di riscossione della garanzia in operazioni di cartolarizzazione
Source: Elaborazione propria da dati Banca Finint S.p.a, 2024

Questi dati mostrano come, in media, il fondo abbia operato in maniera efficace, garantendo agli investitori un rientro dei loro capitali con tempistiche veloci (sempre in relazione ad altre riscossioni di fondi pubblici). Inoltre, deve essere considerata "l'evoluzione" che questi tempi hanno registrato dal 2020 ad oggi. Il fondo di garanzia MCC, come è stato analizzato nei paragrafi precedenti, ha visto i propri volumi di emissione crescere in maniera considerevole in un arco di tempo molto breve.

Questo ha portato inevitabilmente ad una mole di richieste sproporzionata rispetto alla struttura organizzativa del fondo e quindi i tempi di risposta inizialmente erano molto più lenti.

Data di attivazione	**Conteggio garanzie**	**Somma importo liquidato**	**Media tempistiche liquidazione**	**Media tempistiche liquidazione (mesi)**
2018	8	1.233.634,98	157	5
2019	16	2.365.196,87	79	3
2020	26	5.846.390,34	73	2
2021	18	8.170.926,46	281	11
2022	32	14.975.072,92	345	11
2023	126	126.792.298,87	267	9
2024	155	84.549.508,58	158	5
Totale	**507**	**253.835.924,29**	**221**	**7**

Tabella 6: Dati sulle garanzie e tempistiche di liquidazione
Source: Banca Finint S.p.a, 2024

La Tabella 6 evidenzia chiaramente come l'operatività abbia avuto un massiccio incremento negli anni successivi al 2020, e questo si è poi riversato nei tempi di liquidazione medi, arrivando anche a 11 mesi nel 2022. Infatti, in un periodo di circa 2 anni tanti crediti erogati hanno iniziato ad andare in sofferenza ed il fondo non era ancora attrezzato a dovere per gestire una così numerosa dose di domande.

Fortunatamente, la riorganizzazione è stata rapida, portando i tempi a decrescere costantemente (con una media di decrescita del 23% nel 2022/2023 e del 41% nel 2023/2024) fino ad arrivare ad una media di 5 mesi nel 2024.

6.5 Implementazione modelli di rating

È stato dimostrato come l'introduzione delle garanzie statali in periodo Covid-19 abbia portato ad importanti benefici in termini di sviluppo del mercato, ed inoltre, anche a livello operativo, si è rivelato uno strumento in grado di fornire ottime performance per gli investitori.

Nella fase iniziale (quindi a partire da metà 2020) non erano ancora presenti dei modelli valutativi aggiornati per la definizione dei rating, e in generale, a partire dal 2008, le società di rating hanno cercato di mantenere un approccio prudente in favore degli investitori.

Studiando i rating delle tranche senior in operazioni con crediti per le PMI prima dell'emissione delle garanzie si denota una costante assegnazioni di valori AAA, a rappresentazione della qualità delle note e della grandezza dei sistemi di Credit Enhancement presenti a copertura delle note Senior. I rendimenti offerti sono stati mediamente costanti con uno spread medio che si aggira attorno al +0.70% rispetto al tasso fisso di riferimento che veniva sempre individuato nell'Euribor trimestrale. Si può affermare quindi che tali costruzioni fossero diventate ormai una prassi nel mercato delle cartolarizzazioni e le società di rating avessero ormai consolidato la valutazione delle note costruite su questi portafogli.

Con l'avvento delle garanzie si era di fronte a portafogli che presentavano dei crediti con qualità intrinseche mai viste, come ad esempio le garanzie del 100%. Tutto ciò rappresentava una novità tale da portare le società di rating a dover rivedere i propri modelli di valutazione dei titoli, in modo da assegnare il giusto peso a queste posizioni interamente garantite.

Inizialmente, infatti, si sono registrati dei rating più bassi volti ad esprimere un senso di timore iniziale verso queste nuove operazioni così repentine. Una garanzia così grande e di così veloce introduzione poneva dei dubbi sull'efficacia del suo intervento nel momento in cui alcune posizioni sarebbero effettivamente andate in sofferenza.

Oltretutto, studiando la struttura con cui venivano create le operazioni di cartolarizzazione si evidenziano percentuali di Credit Enhancements decisamente più basse rispetto alle operazioni costruite su crediti non garantiti. Se si considera che si è passati da una media di oltre il 58% di CE a una media poco inferiore al 32%, si capisce come la struttura del portafoglio fosse di per sé nettamente differente. Differenze così marcate stanno a significare una quota notevolmente superiore di posizioni Senior sulla totalità delle note sottoscritte[93]. Sulla carta questa situazione porta ad un aumento della rischiosità ed un peggioramento in ottica prospettica sulle performance delle classi Senior, questo perchè, a fronte di crediti comunque mediamente rischiosi come quelli per le piccole/medie imprese[94], si è ridotto il "cuscinetto" di copertura formato dai titoli Mezzanine e Junior che, in caso performance non adeguate del portafoglio, avrebbero assorbito le perdite complessive.

Tutte queste potenziali problematiche avevano inizialmente portato a delle valutazioni non convincenti da parte del mercato; infatti, prendendo come riferimento le operazioni tenute in gestione ed analizzate da DBRS si nota come la maggior parte di queste operazioni garantite, alla nascita, ricevesse un rating intorno all'A(high), una valutazione buona ma ancora lontana dalle AAA che si registravano sulle operazioni non garantite. Nei modelli di valutazione, tuttavia, non erano ancora presenti delle metodologie adeguate a dare il giusto peso alla garanzia statale così costruita.

Nel 2024 DBRS ha pubblicato un resoconto di come avessero trattato ed implementato la garanzia offerta dal "Fondo Centrale di Garanzia" nelle operazioni di cartolarizzazione che tenevano in analisi (DBRS Morningstar, 2024b). La società ha riconosciuto non solo l'impatto positivo in termini di accesso al credito per le imprese, ma anche il valore aggiunto per la solidità complessiva del sistema finanziario. La garanzia statale, che copre una porzione significativa delle perdite potenziali sui prestiti, rappresenta un fattore creditizio positivo, specialmente in un contesto eco-

[93]Nella pratica la percentuale di Credit Enhancements guarda per lo più alla quantità di note "junior" rispetto alla quantità "senior" in modo tale da mostrare quante posizioni possono assorbire le eventuali sofferenze del portafoglio

[94]I crediti per le PMI sono statisticamente più rischiosi rispetto a quelli offerti a grosse corporate affermate

nomico caratterizzato da difficoltà come quello causato dalla pandemia di Covid-19. Nella pratica delle operazioni di cartolarizzazione, il fondo funge da fonte aggiuntiva di recupero per quei prestiti che non presentano di per sé una garanzia propria.

	Scenario (a)			Scenario (b)			Scenario (c)		
Credit Rating Stress	CDR (%)	Senior Unsecured Recovery (%)	LR (%)	CDR (%)	WA Portfolio Coverage (%)	LR (%)	CDR (%)	WA Portfolio Recoveries (%)	LR (%)
AAA	37,4	18,5	30,4	37,4	85	5,6	37,4	18,5	30,4
AA	32	20,8	25,3	32	85	4,8	32	50,4	15,9
A	26,5	21,3	20,8	26,5	85	4	26,5	59,5	10,7
BBB	20,4	22	15,9	20,4	85	3,1	20,4	73,1	5,5
BB	15,1	26,5	11,1	15,1	85	2,3	15,1	73,9	3,9
B	12,2	26,5	8,9	12,2	85	1,8	12,2	73,9	3,2

Tabella 7: Esempio effetto garanzia MCC per diversi rating di titoli
Source: DBRS Morningstar, 2024

Questa copertura è integrata nell'analisi del tasso di recupero atteso, che dipende da una serie diversa di variabili, come ad esempio: domicilio del debitore, il livello di seniority del prestito e natura delle garanzie sottostanti (es. prestiti assistiti da ipoteca). In presenza di prestiti garantiti dal CGF la garanzia viene trattata come un elemento in grado di ridurre significativamente la severità delle perdite, migliorando il profilo di rischio delle operazioni. I rating vengono quindi individuati creando degli "stress test", nei quali sono incorporati i recuperi derivanti dalla riscossione delle garanzie statali[95].

La procedura prevede la creazione di 3 scenari:

1. Un primo scenario (a) nel quale non viene dato alcun credito alla garanzia

2. Un secondo scenario (b) nel quale viene dato pieno credito alla garanzia

3. Un terzo ed ultimo scenario (c), il quale combina gli scenari (a) e (b) aggiungendo inoltre due fattori ulteriori:

[95] L'analisi prevede una riduzione del beneficio delle garanzia in caso di stress superiori al rating del garante, che nel caso dell'Italia viene assunto al BBB (high). Il risultato è che più alto è lo stress del rating del credito rispetto al rating del garante, minore è l'impatto positivo della garanzia

- Un "tasso di rescissione" (RR) per tenere conto del potenziale mancato rispetto dei termini della garanzia o di qualsiasi altra fattispecie in cui il garante non adempie ai propri obblighi. Gli RR più elevati riducono di fatto il beneficio della garanzia CGF.
- Rating del garante

La bontà dello strumento è evidenziata dalle percentuali di "Recuperi Attesi" e "Perdite Attese" (LR) nello "scenario c" del modello valutativo, che prende come esempio di analisi un portafoglio granulare di €100 Mln formato da prestiti con garanzia MCC e garantiti all'85%. Le percentuali di recuperi previste aumentano notevolmente, mostrando il beneficio qualitativo dell'introduzione della garanzia statale in queste operazioni, migliorando così l'attrattività nei confronti degli investitori ultimi (Tabella 7).

A parità di condizioni la garanzia permette un miglioramento delle performance dettato da un maggiore recupero sui crediti in Default, e questi nuovi recuperi attesi hanno di fatto permesso il miglioramento dei rating nonostante la struttura iniziale portasse con sé tutta una serie di dubbi in termini di performance dei crediti.

Modello di S&P

Oltre a DBRS, anche S&P si è espressa a riguardo della valutazione delle garanzie MCC con riferimento alle proprie operazioni che hanno in analisi. In un report hanno esposto le metodologie tecniche con cui hanno integrato le garanzie, mostrando inoltre come questi prestiti abbiano contribuito ai tassi di insolvenza storicamente bassi registrati nel periodo durante e dopo la pandemia (Benedetta Avesani, 2024).

Inoltre, come mostrato nella Tabella 8, viene evidenziato il ruolo che la garanzia MCC gioca nella percentuale di "Recuperi Stimati" a parità di classe di rating. I valori mostrano chiaramente come la garanzia risulti determinante nel miglioramento della qualità dei recuperi, fornendo così maggiore attrattività ai possibili investitori. Operazioni con livelli di Credit Enhancement molto bassi (se confrontati alle operazioni vecchie che vedevano percentuali praticamente doppie), grazie alle garanzie,

	Percentage of guaranteed loans	**Weighted average coverage of losses**	**Estimated recoveries**			**Credit enhancement**		
			'A (sf)'	'A+(sf)'	'AA-(sf)'	Class A rated 'A (sf)'	Class A2 rated 'A+(sf)'	Class A1 rated 'AA-(sf)'
Op. 1	100%	100%	65%			17.3%		
Op. 2	66%	85%		40.1% (22% without benefit to MCC guarantee)	34.1% (21.6% without benefit to MCC guarantee)		27.9%	38.9%

Tabella 8: Stima dei recuperi e percentuali di CE in due operazioni di cartolarizzazione con crediti garantiti
Source: Standard & Poor, 2024

hanno potuto così ottenere delle stime sui recuperi quasi doppie (dal 22% al 40%), che a loro volta hanno fatto crescere i rating e l'attrattività economica in generale.

I modelli di rating hanno dunque integrato negli ultimi anni l'effetto della garanzia statale MCC nei loro modelli valutativi, dimostrano ulteriormente la bontà dello strumento. Queste valutazioni positive hanno una valenza ancora più marcata se lette in seguito all'analisi sulle performance e recupero del credito deteriorato. I dati tecnici hanno sottolineato dei buoni tempi di recupero a favore degli investitori dei titoli Senior, i quali sostengono i miglioramenti del rating pubblicati dalle società.

7 Conclusione

Il presente elaborato ha cercato di evidenziare le caratteristiche e le peculiarità principali delle operazioni di cartolarizzazione, cercando poi di approfondire un tema recente non ancora affrontato dalla letteratura attuale.

L'analisi condotta è andata a studiare come le garanzie statali, introdotte per fronteggiare la crisi economica causata dalla pandemia Covid-19, abbiano avuto un duplice effetto positivo sul sistema economico e finanziario. Da un lato, queste misure hanno agevolato l'accesso al credito per un gran numero di imprese, consentendo loro di ottenere la liquidità necessaria per superare le difficoltà del periodo, dall'altro, hanno favorito la crescita del mercato delle cartolarizzazioni risultando un fattore determinante nel miglioramento della qualità delle operazioni.

Primo risultato fondamentale è l'incremento creato nel mercato delle cartolarizzazioni in Italia. Nonostante l'obiettivo ultimo delle nuove deroghe fosse quello di permettere una maggiore allocazione di credito verso le imprese bisognose, è stato ottenuto anche un risultato ulteriore sul mercato delle cartolarizzazioni. Lo studio sui volumi di emissioni dal 2019 al 2023 mostra chiaramente come dal 2020 siano state registrate delle crescite considerevoli, raggiungendo il picco del mercato (184,652 miliardi di euro) grazie proprio a questa nuova e massiccia cessione di crediti garantiti post crisi pandemica.

Successivamente, l'analisi condotta sulle performance e tempi di riscossione ha evidenziato i benefici qualitativi che le nuove garanzie hanno apportato su varie operazioni di cartolarizzazione, le quali, hanno registrato risultati migliori rispetto a operazioni similari prive di garanzia, con tassi di default bassi, e rapidi recuperi sulle posizioni passate in sofferenza. I portafogli cartolarizzati non hanno solamente avuto un andamento positivo per quanto riguarda i tassi di default, ma grazie alla buona operatività del fondo di garanzia, le posizioni problematiche sono state coperte velocemente migliorando l'economicità a favore degli investitori finali. Tutto questo risulta doppiamente rilevante se letto consapevolmente alle numerose criticità che

sarebbero potute insorgere. Inizialmente il mercato poneva dei dubbi sulla bontà dei portafogli sottostanti, dato che avrebbero potuto rivelarsi di una qualità inferiore rispetto ai medesimi non garantiti dallo stato. Il rischio elevato di "azzardo morale" e la possibile inadeguatezza del fondo di garanzia di far fronte ai propri obblighi di restituzione aveva messo in allerta le società di rating.

L'effetto positivo di questa dinamica è stato però riconosciuto anche dalle principali agenzie di rating, che hanno attribuito valutazioni particolarmente favorevoli a queste nuove emissioni. Il miglioramento del merito creditizio ha ulteriormente aumentato l'attrattività dei titoli garantiti, contribuendo a consolidare il mercato delle cartolarizzazioni come strumento di finanziamento stabile ed efficiente.

Questi risultati suggeriscono che l'interazione tra garanzie pubbliche e finanza strutturata possa rappresentare un modello di riferimento per il futuro, da applicare in contesti di crisi o in situazioni in cui l'accesso al credito risulta limitato. Tuttavia, sarà fondamentale monitorare nel tempo l'evoluzione di questo mercato per valutare eventuali effetti collaterali e verificare che la presenza della garanzia non generi comportamenti opportunistici da parte degli operatori finanziari.

Riferimenti bibliografici

- A.Yener, G.Leonardo e M.David (2007). "Securitisation and the bank lending channel". In: *Temi di discussione, Banca D'Italia.*
- Banca D'Italia (n. d.). *"Istruzioni di vigilanza per le banche", Titolo 3, Cap.5, sez. 3.* URL: `www.bancaditalia.it`.
- Banca d'Italia (2021). "Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischiosità e linee di vigilanza". In: *Banca d'Italia Eurosistema.*
- – (2024). *Infostat.* URL: `www.infostat.bancaditalia.it`.
- *Banca d'Italia, Approfondimenti* (n. d.). URL: `www.bancaditalia.it`.
- Banca del Mezzogiorno Mediocredito Centrale (2022). "Covid Framework report 2019". In: *Numeri del Fondo.*
- Banca Finint S.p.a. (2024). "Introduzione alle operazioni di securitisation". In: *Materiale aziendale.*
- Benedetta Avesani (2024). "How We Assess Government Guarantees In European Securitizations". In: *SP: Credit FAQ.*
- Berger et al. (2019). "The Oxford Handbook of Banking (3rd edn)". In: Oxford University. Cap. 16 Securitization.
- Borsa italiana (n. d.). *Borsa Italiana, Glossario finanziario.* URL: `www.borsaitaliana.it`.
- Brocardi (n. d.[a]). *Codice Civile.* URL: `www.brocardi.it/codice-civile`.
- – (n. d.[b]). *Testo Unico Bancario.* URL: `www.brocardi.it/testo-unico-bancario`.
- – (n. d.[c]). *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.* URL: `www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria`.
- C.Rucellai (1999). "La legge sulla cartolarizzazione dei crediti". In: *Giur.comm.*
- Cascarino, Giuseppe et al. (2022). "Public guarantees and credit additionality during the Covid-19 pandemic". In: *Banca d'Italia, Temi di discussione.*
- Chiara Bussi (2020). "Il bilancio del lockdown". In: *Il Sole 24 ore.*

- Consentino, Massimo e Riccardo Calcagno (2021). "Efficacia di misure europee e nazionali per il sostegno al credito delle imprese: l'esempio delle TLTROs e del Fondo Centrale di Garanzia PMI". Tesi di laurea mag. Politecnico di Torino.
- DBRS Morningstar (2021). "Italian Central Guarantee Fund for SMEs: A Socially Relevant Public Guarantee with Credit-Positive Implications". In: *Commentary.*
- – (2024a). "Italian Central Guarantee Fund for SMEs: The Creditworthiness of the Borrower Matters". In: *Commentary.*
- – (2024b). "Morningstar DBRS' Analytical Treatment of State-Guaranteed Italian SME Loans in SME-CLO Transactions". In: *Commentary.*
- Douglas Gimple (2023). *Mechanics and Benefits of Securitization.* URL: `https://www.diamond-hill.com/insights/a-191/articles/mechanics-and-benefits-of-securitization/`.
- E.Loutskina e P.E.Strahan (2009). "Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: Evidence from mortgage originations". In: *The Journal of Finance.*
- EBA, EIOPA e ESMA (2022). "Joint Committee advice on the review of the securitisation prudential framework (banking)". In.
- ESMA (n. d.). *Article 2 Definitions.* URL: `www.esma.europa.eu`.
- F.Carbonetti (1993). "Il controllo sulla emissione di valori mobiliari nella nuova legge bancaria". In: *Rivista delle Società.*
- F.Colagrande et al. (1999). *Le operazioni di Securitization.* Il Sole 24 ore.
- Fidelis Oditah (1996). *Asset-backed Securitization in Europe.*
- G.Artale, A.Pampana e C.Rajola (2000). *Guida alla securitization.* Bancaria Editrice.
- G.B.Gorton e Souleles (2006). "The Risks of Financial Institutions". In: University of Chicago Press. Cap. Special Purpose Vehicles and Securitization.
- G.Buscemi et al. (2021). "L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane". In: *Banca d'Italia, Note Covid-19.*
- Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana (n. d.). URL: `www.gazzettaufficiale.it`.

- Goderis et al. (2007). "Bank behaviour with access to credit risk transfer markets". In: *Bank of Finland Research Discussion Paper*.
- Laura Ferrari Bravo (2022). "L'iniziativa ISI e gli altri strumenti a sostegno delle piccole e medie imprese in Italia". In: *Working Paper, Sapienza università di Roma*.
- *Legge 30 aprile 1999, n. 130* (1999).
- Longstaff, Francis A. e Arvind Rajan (2008). "An Empirical Analysis of the Pricing of Collateralized Debt Obligations". In: *The Journal of Finance*.
- M.Baily, R.Litan e M.S.Johnson (2008). "The Origins of the Financial Crisis". In: *Business and Public Polic*.
- M.Damilano (2000). *La Securitisation dei crediti*. G. Giappichelli Editore.
- – (2023). *Finanza strutturata: Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti*. Giappichelli.
- M.Pagano, F.Panetta e L.Zingales (1998). "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis". In: *Journal of Finance*.
- M.R.C.Van Oordt (2014). "Securitization and the Dark Side of Diversification". In: *Journal of Financial Intermediation*.
- *Banca Finanziaria Internazionale S.p.a, bibliografia aziendale* (n. d.).
- Mediobanca (n. d.). *Il Factoring*. URL: `www.mbfacta.it`.
- Ministero delle imprese e del Made in Italy (n. d.). *Fondo di garanzia*. URL: `www.fondidigaranzia.it`.
- Ministero delle imprese e del made in italy (2023). "Relazione sugli interventi di sostegno alle attività economiche e produttive". In.
- Ministero dello Sviluppo Economico (2019). "La riforma del fondo di garanzia per le PMI". In.
- Moody's (2024). "High costs and lender caution continue to weaken SME borrowers, raise ABS risks". In: *Sector in-depth*.
- *Normattiva, il portale della legge vigente* (n. d.). URL: `www.normattiva.it`.
- Office of the Comptroller of the Currency (1997). *Asset Securitization*. Comptroller of the Currency Administrator of National Banks.

- P.Bontempi (1999). "La Securitization". In: Giuffrè Editore. Cap. Le attuali opportunità di smobilizzo dei crediti nell'ordinamento italiano.
- P.Ferro-Luzzi e C.Pisanti (2005). *La Cartolarizzazione: Commento alla legge n.130/99*. Giuffrè.
- P.Gualtieri (2000). "Taluni aspetti problematici attinenti la realizzazione di programmi di securitization in Italia". In: *Banche e Banchieri*.
- Paul W. Feeney (1995). *Securitization Redefining the Bank*. St. Martin's Press.
- PMI.it (n. d.). *Rapporto PMI 2021: crisi senza precedenti*. URL: `www.pmi.it`.
- Proto (1999). "La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti". In: *Il Fallimento*.
- R.G.Rajan (1992). "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt". In: *Journal of Finance*.
- Roberto Pardolesi (1999). *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: Commentario alla legge 30 Aprile 1999 N.130*. A.Giuffrè.
- S.Caselli e M.Rossolini (2020). "Il fondo centrale di garanzia e gli effetti sulle PMI". In: *Teoria in pratica, SDA Bocconi school of Management*.
- S.Zangrandi (2024). *Reoco e cartolarizzazioni immobiliari; Studio Biscozzi Nobili*. URL: `www.sbnp.it`.
- Socci, Mariavittoria Alessandrini e Caterina Lucarelli (2020). "Guarantee fund for small and medium enterprises". Tesi di laurea mag. Università politecnica delle marche.
- *Treccani, enciclopedia* (n. d.). URL: `www.treccani.it`.
- U.Albertazzi et al. (2011). "Securitization is not that evil after all". In: *Temi di discussione*.
- V.M.Bord and João A.C.Santos (2012). "The Rise of the Originateto-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation". In: *FRBNY Economic Policy Review*.
- Will Kenton (2023). *Over-Collateralization (OC): Definition, Benefits, and Examples*. URL: `https://www.investopedia.com/terms/o/overcollateralization.asp`.

- www.securitisation-services.com (n. d.). *LEGGE 30 APRILE 1999, N. 130*. URL: www.securitisation-services.com.