

1. INTRODUZIONE

La cartolarizzazione svolge un ruolo di grande importanza nell'economia e gestione della banca sotto i profili strategici, tattici ed operativi. Sebbene la nascita ed il successivo sviluppo di tale schema operativo, a partire dagli anni settanta del secolo scorso, siano intimamente legati allo sviluppo del settore immobiliare e alla necessità di finanziamento dei mutuatari, si tratta di un'operazione che è stata oggetto di rilevanti modifiche sia da un punto di vista regolamentare che procedurale, soprattutto in seguito allo scoppio della crisi finanziaria globale del 2008-2009, la quale è stata causata, almeno in parte, proprio da talune operazioni di cartolarizzazione¹. A titolo esemplificativo, non sono ormai rare operazioni di cartolarizzazione il cui sottostante è rappresentato da obbligazioni precedentemente emesse a fronte di altre operazioni di cartolarizzazione (cosiddette *Collateralized Debt Obligations*, CDO) che possono essere totalmente slegate dai mutui ipotecari. All'interno delle operazioni di cartolarizzazione, sia negli schemi più semplici che in quelli più complessi e strutturati, l'attività di *servicing* ed il ruolo delle società veicolo sono particolarmente rilevanti. Infatti, se da un lato la società veicolo (altresì detta *Special Purpose Vehicle*, SPV) svolge un ruolo centrale all'interno dell'operazione di cartolarizzazione acquistando crediti (o altre tipologie di attivi) da un *originator* a fronte dell'emissione di obbligazioni (*Asset-Backed Securities*, ABS) generalmente collocate in specifiche tipologie di mercati finanziari, dall'altro il *servicer* si occupa della gestione degli attivi ceduti e dei relativi incassi che verranno successivamente trasferiti allo stesso SPV.

Lo schema operativo della cartolarizzazione non solo permette di rendere prontamente liquide attività che sono generalmente illiquide, ma può altresì svolgere un ruolo importante per perseguire un miglior bilanciamento fra rischio e rendimento del portafoglio crediti, permettere all'intermediario di diversificare le proprie fonti di provvista, migliorare la gestione del rischio di liquidità e diversificare il proprio modello di *business*. Quest'ultimo aspetto risulta essere particolarmente rilevante alla luce del fatto che il modello di banca commerciale, sebbe-

¹DEKU S.Y., KARA A., ZHOU Y., *Securitization, bank behaviour and financial stability: A systematic review of the recent empirical literature*, in *International Review of Financial Analysis*, 61, 2019, 245-254.

ne abbia svolto, svolge e verosimilmente continuerà a svolgere un ruolo chiave per il finanziamento di famiglie e imprese nel nostro paese, ha mostrato, in taluni casi, dei limiti intrinseci legati ad un'elevata dipendenza dal margine di interesse ai fini della formazione dell'utile d'esercizio, a causa di un modello di *business* quasi esclusivamente focalizzato sulla raccolta del risparmio presso il pubblico e sull'erogazione del credito. In tale ottica, l'intermediario bancario si trova spesso nella necessità di dover diversificare il proprio modello di *business*, alla ricerca di un maggior contributo del margine relativo alle commissioni nette per sostenere livelli soddisfacenti di performance economico-finanziaria che possono essere compromessi, quantomeno nel breve e nel medio periodo, da un'eccessiva dipendenza dal margine d'interesse, specialmente in periodi caratterizzati da tassi d'interesse molto bassi o addirittura negativi, ai quali siamo stati abituati per lunghi periodi dopo la crisi finanziaria globale del 2008-2009². Considerato che il tradizionale modello di *business* delle banche italiane è proprio quello della banca commerciale che raccoglie il risparmio presso il pubblico al fine di erogare credito a famiglie ed imprese, gli intermediari bancari si ritrovano spesso nella posizione di poter fare ricorso alla cartolarizzazione in qualità di *originator*, avendo all'interno dei propri bilanci una quantità rilevante di attività che si prestano perfettamente ad essere "impacchettati" in ABS. Tuttavia, il ruolo di *originator* non è chiaramente sufficiente per perseguire il suddetto obiettivo della diversificazione del modello di *business*. I *servicer*, le società veicolo e gli altri operatori che partecipano attivamente alle procedure di cartolarizzazione sono sottoposti a requisiti regolamentari particolarmente stringenti, che sono stati oggetto di varie modifiche nel corso degli ultimi anni. Basti pensare che prima del 1999, in Italia, le operazioni di cartolarizzazione venivano effettuate prevalentemente sulla base di strutture giuridiche atipiche all'ordinamento nazionale. Questo fenomeno poneva certamente un freno alla piena diffusione di questa tipologia di innovazione finanziaria. Fra le più recenti novità regolamentari vale la pena ricordare l'introduzione della Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS) nel 2016 che ha permesso la riduzione dell'ammontare di crediti in sofferenza all'interno dei bilanci bancari mediante l'erogazione di una garanzia pubblica ed il regolamento UE 2402 del 2017 che ha contribuito in modo decisivo ad aumentare il livello di trasparenza, semplicità e standardizzazione delle cosiddette operazioni di cartolarizzazione STS (*Simple, Transparent and Standardised*), mettendo gli investitori nella condizione di poter valutare in modo più rapido la bontà dell'operazione stessa e l'opportunità di investire o meno in titoli ABS. L'attività di *servicing* ed il ruolo delle società veicolo, in un'ottica del più elevato livello di consoli-

²MOLYNEUX P., REGHEZZA A., XIE R., *Bank margins and profits in a world of negative rates*, in *Journal of Banking & Finance*, 107, 2019, 105613. MOLYNEUX P., REGHEZZA A., TORRIERO C., WILLIAMS J., *Banks' noninterest income and securities holdings in a low interest rate environment: The case of Italy*, in *European Financial Management*, 27(1), 2021, 98-119.

damento del gruppo bancario o del conglomerato finanziario, permettono certamente di diversificare il modello di *business* della banca. A tal proposito, vale la pena evidenziare che la complessità strategica, operativa ed organizzativa della banca universale è, a parità di altre condizioni, certamente molto superiore rispetto a quello della banca commerciale. Tale più elevato grado di complessità rischia di tradursi automaticamente in maggiori livelli di asimmetria informativa fra la banca da un lato, che risulta spesso essere opaca semplicemente a causa della sua funzione di trasformazione degli importi e delle scadenze di datori e prenditori di fondi nonché per la sua funzione di assunzione e gestione di rischi di natura finanziaria³, ed investitori e *stakeholder* dall'altro, i quali, essendo outsider rispetto al management della banca, hanno certamente a disposizione un set informativo limitato che rischia di compromettere quel meccanismo della disciplina di mercato che risulta essere fondamentale ai fini del perseguimento dell'obiettivo della stabilità finanziaria dell'intero sistema bancario⁴. Risulta, pertanto, di primaria importanza l'analisi dell'informativa che le banche forniscono al pubblico con riferimento alle suddette attività di *servicing* e alle società veicolo che rientrano all'interno del consolidato di gruppo, al fine di informare investitori e *stakeholder* circa il contributo che esse forniscono alla formazione dell'utile d'esercizio, nonché i rischi ad esse connessi e la loro gestione. Alla luce del crescente livello di complessità di alcune operazioni di cartolarizzazione ed il coinvolgimento di diversi operatori ed intermediari finanziari, la trasparenza nei confronti di investitori e *stakeholder* è senz'altro un aspetto centrale. I principali gruppi bancari italiani sono infatti coinvolti, a vario titolo, in operazioni di cartolarizzazione più o meno complesse e, a tal proposito, risulta fondamentale ridurre il loro livello di opacità con riferimento alle attività di *servicing* svolte dalle società del gruppo e all'inclusione di società veicolo all'interno del perimetro di consolidamento del gruppo.

Senza alcuna pretesa di esaustività, tale volume si pone l'obiettivo di procedere ad una attenta disamina dello schema della cartolarizzazione sotto i profili economico, finanziario e regolamentare all'interno del contesto italiano, dedicando particolare attenzione alle società veicolo e ad i *servicer* quali attori protagonisti all'interno di tale schema e alla *disclosure* relativa alla cartolarizzazione, non solo da un punto di vista esclusivamente normativo legato ai requisiti regolamentari imposti dai regolatori nazionali ed internazionali, ma anche analizzando, da un punto di vista empirico, la *disclosure* su cartolarizzazione, attività di *servicing* e

³ FLANNERY M.J., KWAN S.H., NIMALENDRAN M., *The 2007-2009 financial crisis and bank opaqueness*, in *Journal of Financial Intermediation*, 22(1), 2013, 55-84. MORGAN D.P., *Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry*, in *American Economic Review*, 92(4), 2002, 874-888.

⁴ NIER E., BAUMANN U., *Market discipline, disclosure and moral hazard in banking*, in *Journal of Financial Intermediation*, 15(3), 2006, 332-361.

società veicolo dei principali gruppi bancari italiani, al fine di valutare se ed in che misura gli investitori e gli *stakeholder* sono effettivamente informati sui loro profili di rischiosità e sul loro contributo al raggiungimento dell'equilibrio economico e finanziario del gruppo bancario. A livello generale, la prospettiva di analisi adottata è quella degli *stakeholder* dei gruppi bancari e finanziari che includono *originator*, *servicer* e società veicolo all'interno del perimetro di consolidamento e, più nello specifico, degli investitori attuali e potenziali, principali destinatari dell'informativa di bilancio.⁵ Tali attori sono specificamente interessati all'operatività del gruppo all'interno del mercato delle cartolarizzazioni, dell'attività di *servicing*, del ruolo delle società veicolo e della relativa *disclosure* con riferimento alla gestione dei rischi relativi alla cartolarizzazione e alla determinazione del contributo di tali attività alla formazione del risultato di esercizio.

Il volume è strutturato come segue:

- Il primo capitolo, dopo alcuni brevi cenni storici sull'istituto della cartolarizzazione, si propone di analizzarla da un punto di vista economico-finanziario. Nello specifico, verranno analizzati i principali schemi di funzionamento, i principali operatori coinvolti nell'operazione, il loro ruolo e le funzioni da essi svolte, i principali aspetti da tenere in considerazione per la composizione del portafoglio di attività oggetto di cartolarizzazione, le principali motivazioni che spingono intermediari e gruppi bancari a fare ricorso a tale istituto, i riscontri dell'operazione da un punto di vista economico e finanziario, i rischi intrinseci e la loro gestione, concludendo infine con la cartolarizzazione dei crediti deteriorati, tema centrale che è stato di fondamentale importanza per molti anni per le banche italiane (e non solo) alla luce dell'esplosione dei *Non-Performing Loans* (NPLs) all'interno dei loro bilanci nel periodo successivo alla crisi del debito sovrano dell'area euro;
- Il secondo capitolo si focalizza invece sui principali profili regolamentari. In particolare, verranno analizzate la disciplina dello schema della cartolarizzazione nell'ordinamento nazionale alla luce della regolamentazione sovranazionale europea, prestando particolare attenzione al Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio (cosiddetto Regolamento cartolarizzazioni) che ha armonizzato e sotto alcuni aspetti standardizzato il quadro normativo all'interno dell'Unione Europea, alle cosiddette operazioni di cartolarizzazione STS che si pongono l'obiettivo di ridurre le asimmetrie informative con gli investitori mediante una significativa riduzione della complessità dello schema operativo ed un più alto livello di standardizzazione, e, conseguentemente, di trasparenza della stessa e dei relativi titoli ABS. Il capitolo si conclude, infine, con una breve disamina della trasposizione della normativa europea all'interno dell'ordinamento nazionale;

⁵ QUAGLI A. *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, Torino, 2017.

- Il terzo capitolo entra nel cuore dell’analisi del presente volume analizzando il ruolo di società veicolo e *servicer* all’interno dello schema della cartolarizzazione. Nello specifico, verranno descritti ed analizzati i principali profili operativi ed organizzativi, dedicando particolare attenzione alle funzioni di garanzia, al *servicing* dei crediti deteriorati e l’assegnazione di rating ai *servicer* ai fini di una più agevole valutazione dei profili di rischio da parte degli investitori attuali e potenziali.
- Il quarto capitolo propone un’analisi empirica della *disclosure* sull’attività di *servicing* e sulle società veicolo dei principali gruppi bancari italiani, coinvolti, a vario titolo in diverse procedure di cartolarizzazione: Intesa Sanpaolo, Unicredit ed ICCREA banca. In particolare, dopo una breve descrizione degli obblighi di informativa al pubblico previsti dalla Circolare n. 262/2005 della Banca d’Italia e dal Regolamento (UE) 2019/876, si svilupperà un’analisi empirica basata su una metodologia di *content analysis* qualitativa che avrà ad oggetto i bilanci consolidati dei suddetti gruppi bancari. L’obiettivo è quello di svolgere un’analisi comparativa delle pratiche di *disclosure* di tali gruppi al fine di analizzare sia da un punto di vista descrittivo che normativo tali pratiche e di identificare punti di forza, aree di miglioramento e possibili *best practices* poste in essere dalle banche oggetto di studio.