

La cartolarizzazione dei crediti nelle società di leasing italiane: un'analisi empirica delle performance e della creazione di valore

Matteo Cotugno (m.cotugno@unibo.it)

Assegnista di Ricerca – Dipartimento di Scienze Aziendali e CREDIF – Università di Bologna

JEL Classification: G21, D24

Keywords: leasing, securitization, performance, creazione di valore

1. Introduzione

Il settore del leasing europeo ha registrato tassi di crescita consistenti negli ultimi anni, nonostante la contenuta espansione delle economie reali¹. In Italia l'evoluzione del tasso di crescita del settore è generalmente più elevata rispetto ai livelli registrati in Europa; tuttavia, dall'analisi dei dati più recenti (2007 e primo trimestre 2008), si evidenzia un progressivo rallentamento della domanda. Le ragioni della recente contrazione dello stipulato sono ascrivibili a fattori congiunturali e strutturali. Relativamente ai primi, è riscontrabile un generalizzato rallentamento dell'economia associato ad un brusco calo degli investimenti fissi lordi, dai quali trae origine gran parte della domanda di leasing. La flessione della domanda, in questo caso, è attribuibile a fenomeni di congiuntura e il suo contrasto è difficilmente governabile a livello settoriale. Maggiore criticità riveste invece la contrazione dello stipulato riconducibile a fattori di carattere strutturale. Com'è noto, una quota consistente della domanda di leasing trae origine da un trattamento fiscale agevolato², e pertanto, il venir meno di tale presupposto (per le società *IAS-Compliant*) ovvero il suo progressivo affievolimento può spostare la convenienza relativa e reindirizzare parte della domanda verso altri prodotti finanziari a medio e lungo termine.

Le forti pressioni competitive cui è soggetto il settore, e i cambiamenti strutturali sopra delineati, stanno agendo verso la ridefinizione delle leve commerciali utilizzate per sostenere il livello dello stipulato settoriale. In particolare, a fronte del venir meno delle argomentazioni commerciali riconducibili a variabili di tipo fiscale, si sta proponendo l'esigenza di far leva sulle condizioni economiche del prodotto, sfruttando la ridotta Loss Given Default del leasing rispetto ai prodotti bancari tradizionali (De Laurentis G., Riani M., 2002)³. Altre leve gestionali adoperabili per proporre un prodotto competitivo si riferiscono alla progressiva riduzione del costo del funding, e, non di secondaria importanza, all'ulteriore innalzamento dell'efficienza tecnico-operativa (*x-efficiency*)⁴. Le leve competitive di tipo non-price

¹ In particolare il tasso medio di crescita dello stipulato leasing nel periodo '02-'06 in Europa (a campione costante) è pari al 5,6% contro un tasso medio di crescita del PIL del 2,2%. Nostre elaborazioni sulla base di dati Leaseurope e IMF.

² In un sondaggio Databank del 2006 commissionato da ASSILEA emerge come il 36,9% degli utilizzatori preferiscono il leasing in quanto fiscalmente vantaggioso

³ Ad esempio In particolare, gli autori in una survey di 1.118 contratti di leasing passati a sofferenza relativi a 6 società di leasing, mostrano come i tempi di recupero dei contratti di leasing sono significativamente più bassi rispetto a quelli registrati per i prestiti bancari.

⁴ Sul settore del leasing, con riguardo alla misurazione del grado dell'efficienza, si veda diffusamente Ferretti R., Vezzani P. (1992), Cost efficiency and profitability in leasing and factoring: the Italian case, Institute of European Finance (IEF) Research Paper n. 2, University of Wales, Bangor.

sensitive, invece, attengono alla velocità di risposta e alla flessibilità contrattuale che i tipici contratti bancari non garantiscono⁵.

La governabilità del costo del funding è stata finora pressoché preclusa alle società di leasing; in particolare, il livello dei mezzi propri con cui operare è una variabile esogena e determinata dal gruppo bancario di riferimento, così come il principale interlocutore relativo all'ammontare e al costo delle risorse interbancarie è rappresentato dal gruppo bancario di appartenenza⁶; infine, non vi è possibilità di accedere a forme di raccolta diretta quali depositi e conti correnti passivi. Una possibile opportunità concernente la flessibilità del costo del funding può derivare dalla cartolarizzazione dei crediti, tecnica finanziaria affermata in Italia a partire dal '99, dopo l'approvazione della legge n. 130 che ha colmato un prolungato vuoto normativo (Porzio C. 2001, Damilano M., 2001) e ha conferito certezza giuridica all'operazione in questione, nonostante siano presenti ancora delle limitazioni (La Torre M., 2000).

Il presente studio, inquadrandosi all'interno della letteratura sul tema dell'asset securitization, si pone l'obiettivo di analizzare il trend delle operazioni di cartolarizzazione realizzate dalle società di leasing in Italia, relativamente al periodo 2002-2006, e di individuare le differenze, ove esistenti, tra i livelli di performance e creazione di valore conseguiti da società che hanno realizzato operazioni di cartolarizzazione rispetto a quelle che non l'hanno utilizzata. Come si vedrà meglio in seguito, la rilevanza del leasing in Italia è molto consistente, con la particolarità che lo stesso raggiunge livelli di penetrazione sul prodotto interno lordo e sui finanziamenti a medio e lungo termine tra i più alti in Europa.

Il contributo si distingue rispetto alla letteratura prodotta sul tema per la particolarità dei dati utilizzati e per le relazioni sottoposte a verifica. Con riferimento al primo aspetto, l'indagine si rivolge ad un segmento dell'intermediazione finanziaria particolare quale quello del leasing, utilizzando i dati dell'Osservatorio sugli Intermediari Finanziari specializzati nel settore del Leasing e Factoring (OSSFIN 2007, SDA Bocconi) opportunamente integrati⁷.

Relativamente alle variabili oggetto d'indagine, occorre evidenziare come le verifiche empiriche attualmente disponibili si concentrano in prevalenza su banche (Thomas H., 2000, Lockwood et al., 1996), intermediari finanziari o società industriali quotate (Lang *et al.*, 1995). Le variabili oggetto d'indagine, con riferimento al settore finanziario, hanno riguardato in prevalenza il profilo della rischiosità aziendale (Donahoo and Shaffer, 1991, Pavel and Phillis, 1987) e, di riflesso, sulle possibilità d'arbitraggio sul capitale (Jackson *et al.*, 1999, Wolfe S., 2000). La creazione di valore, inoltre viene indagata secondo le classiche metodologie degli event studies, inquadrando quindi il fenomeno come variazione dei corsi azionari su una ridotta finestra temporale, senza però verificarne la persistenza della variazione su un orizzonte temporale più ampio (Lockwood *et al.*, 1996).

⁵ Nella stessa indagine Databank il 22,6% delle società risponde che preferisce il leasing per la rapidità e la flessibilità contrattuale. E' importante sottolineare come circa il 39% degli intervistati utilizza il leasing perché lo ritiene conveniente a prescindere da fattori di carattere fiscale.

⁶ Infatti 34 società di leasing su 51 sono appartenenti a gruppi bancari. Le altre società sono in prevalenza delle captive di case automobilistiche o di società operanti nell'IT. Cfr. Relazione Banca d'Italia, Appendice, 2006.

⁷ OSSFIN include nel Campione 20 società di leasing italiane, con una copertura campionaria dell'universo pari a circa il 78%. Il nostro campione comprende 30 società di leasing, con una rappresentatività pari circa all'88,5% dello stipulato dell'intero settore. Cfr. § 2.1 relativo alla descrizione del campione.

La nostra scelta, invece, si è concentrata esclusivamente su indicatori contabili, focalizzando l'attenzione su quelle variabili di bilancio che si ipotizza siano maggiormente sensibili ad un'operazione di cartolarizzazione. Per quanto riguarda la creazione di valore, poiché le società oggetto d'indagine sono in prevalenza non quotate, si è optato per una metrica la cui robusta correlazione col Market Value Added (MVA) nonché l'elevato contenuto informativo sono stati sufficientemente dimostrati (Uyemura *et al.*, 1996, Al Ehrbar, 1998, Fiordelisi, 2004).

Il lavoro è organizzato come segue: nel secondo paragrafo viene offerta una panoramica del settore del leasing italiano e del mercato dell'asset securitization in Italia. Il terzo paragrafo è dedicato alla review della letteratura esistente. Il quarto e il quinto fanno riferimento alla descrizione del campione oggetto d'indagine e alla metodologia utilizzata (dalle modalità di contabilizzazione dell'operazione di securitization all'indagine delle variabili maggiormente influenzate dall'operazione).

2. Il mercato del leasing e della securitization in Italia

Il settore italiano del leasing, in termini di outstanding, è il secondo in Europa dopo quello tedesco⁸. Con un ammontare complessivo di crediti derivanti da contratti di leasing pari a 112,2 miliardi di euro e un ammontare di nuovi contratti pari a 48,1 miliardi di euro a fine 2006, il settore italiano del leasing è cresciuto rapidamente negli ultimi anni, seppur con degli elementi di discontinuità. L'importanza rivestita dal settore in Italia si evince chiaramente dall'analisi dell'incidenza del leasing sul PIL: il tasso di penetrazione è particolarmente accentuato, se paragonato agli altri paesi europei, subendo nel tempo un sensibile incremento. Attualmente solo l'Inghilterra ha un tasso di penetrazione del leasing più elevato dell'Italia (*Tabella 1*).

Tabella 1 – Tasso di penetrazione del leasing sul Prodotto Interno Lordo

	2003	2004	2005	2006
Francia	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%
Germania	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%
Italia	2,4%	2,7%	3,1%	3,3%
Spagna	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%
Regno Unito	3,8%	3,6%	3,6%	3,4%

Fonte: nostre elaborazioni sulla base di dati Leaseurope e The World Bank Group

La crucialità dello strumento viene sottolineata, inoltre, dal livello di incidenza sugli investimenti fissi lordi e sull'ammontare dei finanziamenti a medio e lungo termine (*Tabella 2*). In particolare, le scelte di copertura di fabbisogni finanziari a medio e lungo termine stanno progressivamente evolvendo a favore del leasing: del totale degli investimenti realizzati in Italia (escluse abitazioni private e beni immateriali) nel 2006 circa il 21% è stato finanziato tramite un contratto di leasing. Tale percentuale nel tempo è cresciuta significativamente a partire dal 2003. Altro dato importante riguarda la preferenza del leasing rispetto ai tradizionali finanziamenti bancari a medio e lungo termine. Nel 2006 il 43,6% dei prestiti erogati a favore delle imprese aventi durata medio lunga è stato concesso nella forma tecnica del leasing finanziario.

⁸ Fonte: Leaseurope (2007).

Tabella 2 – Tasso di penetrazione del leasing sui prodotti bancari a m/l termine

	2002	2003	2004	2005	2006
Investimenti fissi (Escluse abitazioni e beni immateriali)	18,1	15,5	17,5	20,1	21,0
Finanziamenti bancari a m/l termine alle imprese	88.785	70.853	60.215	61.280	62.118
Stipulato leasing	37.847	32.223	38.185	44.259	48.110
Totale finanziamenti alle imprese	126.632	103.076	98.400	105.539	110.228
Penetrazione % del Leasing	29,9	31,3	38,7	41,9	43,6

Fonte: ASSILEA, Rapporto Annuale sul leasing, Anni Vari.

In termini di evoluzione dei differenti comparti (*Tabella 3*), emerge come la maggior parte dello stipulato sia concentrata nel segmento immobiliare (anche per effetto dell'elevato ammontare unitario di ogni singolo contratto) e strumentale. Entrambi i settori rappresentano il 75% dei volumi complessivi. Per ragioni di carattere fiscale, si sta progressivamente contraendo l'importanza del leasing auto a vantaggio di un sostanziale incremento del leasing su altri beni (nautico, aeronautico, ferroviario).

Tabella 3 – La distribuzione dei comparti del leasing (percentuali)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Immobiliare	46,2	44,1	44,2	49,7	49,0	46,4
Strumentale	31,1	29,4	29,0	25,7	26,6	28,2
Auto	21,3	23,3	22,5	20,1	19,1	19,1
Aeronavale, ferroviario	1,4	3,2	4,3	4,5	5,4	6,3

Fonte: nostre elaborazione sulla base dei dati ASSILEA

L'espansione dello stipulato leasing, così come in generale della quantità di credito erogata dagli intermediari finanziari, rende indispensabile la ricerca di fonti di finanziamento idonee a coprire tale fabbisogno crescente. Dall'altro lato, "disintermediazione, innovazione tecnologica, aumento di consapevolezza finanziaria della clientela, privatizzazioni... hanno aumentato la concorrenza all'interno dell'industria dei servizi finanziari" (Munari, 2005). In tale contesto, il miglioramento dell'efficienza e la possibilità di reperire il crescente fabbisogno di risorse finanziarie a condizioni vantaggiose, rappresentano fattori discriminanti del successo di un intermediario finanziario.

Come evidenziato dalla letteratura (Cfr. § 3), i benefici ritraibili da un'operazione di securitization sono piuttosto evidenti, soprattutto se l'originator ha specifiche competenze finanziarie. Per tali ragioni, il mercato della securitization in Italia si è rapidamente sviluppato a partire dal '99: a fine 2007 il numero complessivo di operazioni concluse in Italia con la legge n. 130 ammonta a 313 per un controvalore di ABS emesse pari a 249,5 miliardi di euro (*Tabella 4*). L'ammontare delle operazioni risulta nel complesso in forte espansione fino al 2005 con un controvalore medio per operazione in sensibile aumento. Occorre considerare, comunque, che le dinamiche delineate sono fortemente influenzate dalle cartolarizzazioni pubbliche. Scorporando le operazioni condotte da operatori pubblici, infatti, il trend relativo al volume complessivo risulta crescente in tutti gli anni, con un controvalore di 179,2 miliardi di euro distribuito su 264 operazioni realizzate nel periodo '99-07.

Il settore finanziario (banche e intermediari finanziari iscritti all'art. 107 del TUB) risulta quello che ha maggiormente fatto ricorso all'operazione di securitization⁹. Le ragioni sono del

⁹ Durante gli otto anni di funzionamento della legge n. 130 del '99 si evidenzia come il settore finanziario (banche e intermediari finanziari) detiene una quota di emissioni di ABS intorno al 70%, seguito dagli operatori

tutto intuitive: la gestione operativa degli intermediari finanziari consiste nell'origination dei crediti, "materia prima" indispensabile per strutturare un'operazione di securitization, a differenza delle imprese non finanziarie la cui gestione operativa può solo in via eventuale generare crediti di natura commerciale. Inoltre, occorre tener presente che un intermediario finanziario ha normalmente al suo interno delle risorse umane e dei vantaggi competitivi in grado di gestire molteplici fasi del complesso processo di cartolarizzazione, e, pertanto le possibilità di internalizzare buona parte dei costi, sia quelli sostenuti ex-ante l'operazione (due diligence cost) sia quelli sostenuti durante l'operazione (running cost) (Damilano M., 2001, La Torre M., 1995).

Tabella 4 – La cartolarizzazione in Italia (milioni di euro)

Anno	Numero operazioni	Controvalore	Media	Dev. Stand	Min.	Max
2000	25	10754,86	430,19	361,04	25,00	1350,00
2001	56	30111,47	537,70	554,99	9,00	3000,00
2002	41	29913,52	729,60	1102,08	80,00	6637,00
2003	40	28699,05	717,48	850,63	31,88	4230,00
2004	39	34650,47	888,47	977,48	51,00	5000,00
2005	40	40524,94	1013,12	1101,65	29,00	5000,00
2006	38	35015,85	921,47	736,57	61,65	2533,70
2007	28	33486,52	1195,95	1271,43	58,50	5286,33

Fonte: nostre elaborazioni sulla base dei dati www.securitization.it

Il settore del leasing ha contribuito favorevolmente all'andamento del mercato dell'asset securitization italiano, anche se negli ultimi due anni ha evidenziato progressivi segni di rallentamento (Tabella 5). In particolare, emerge una concentrazione delle operazioni di cartolarizzazione prevalentemente sugli operatori di grande dimensione. Il numero di operazioni complessive realizzate dalle società di leasing, dal '99 ad oggi è pari a 52, con un controvalore pari a 37,9 miliardi di euro.

Tabella 5 – La cartolarizzazione dei contratti di leasing in Italia (milioni di euro)

Anno	Numero operazioni	Controvalore	Media	Dev. Stand	Min.	Max
2000	5	906,5	181,30	226,42	35,45	576,50
2001	7	4539,1	648,44	499,13	202,00	1688,00
2002	12	6879,8	573,32	427,26	119,89	1755,35
2003	6	3085,0	514,17	393,42	149,72	1229,50
2004	7	8705,9	1243,69	811,10	198,20	2500,00
2005	8	6967,9	870,98	584,97	137,00	1993,00
2006	4	5098,8	1274,70	463,20	999,00	1964,00
2007	2	1738,1	869,05	1146,29	58,50	1679,60

Fonte: nostre elaborazioni sulla base dei dati www.securitization.it e bilanci aziendali.

pubblici (Enti territoriali e previdenziali per la dismissione di immobili dello Stato, crediti detenuti da enti pubblici per la realizzazione della TAV) con il 28,1%. Un ruolo del tutto marginale viene esercitato dalle imprese industriali che hanno contribuito solo al 2,4% all'ammontare complessivo di operazioni realizzate. (Nostre elaborazioni sulla base dei dati www.securitization.it).

3. Review della letteratura

La cartolarizzazione dei crediti è una tecnica finanziaria ideata in USA negli anni '70 per far fronte ad un improvviso incremento della domanda di mutui ipotecari dovuta ad uno sbilancio della piramide demografica. Inizialmente strutturata mediante l'ausilio delle agenzie federali, è stata successivamente implementata anche dalle banche commerciali. In Italia, la tecnica in questione non ha avuto modo di affermarsi prima del '99, a causa di un vuoto normativo che inibiva sia la cessione di crediti in blocco senza notifica ad ogni singolo creditore, sia la possibilità di creare società veicolo sottocapitalizzate che potessero emettere titoli di debito offerti al mercato (Damilano M., 2001; Porzio C., 2001).

La ricerca teorica riconduce la tecnica dell'asset securitization essenzialmente a due ipotesi: la "financing hypothesis" e la "comparative advantage hypothesis". La prima inquadra la securitization come forma alternativa di funding più conveniente rispetto ad altre categorie in quanto capace di innescare un processo di riduzione dell'informazione asimmetrica grazie ad una prioritizzazione dei diritti verso l'originator. In definitiva, la migliore allocazione dei rischi nel mercato garantisce la possibilità di abbassare il costo marginale della provvista (James, 1988, Flannery 1994; Greenbaum S., Thakor A., 1987, La Torre, 1995).

In alternativa, la securitization viene inquadrata come logica conseguenza del processo di disintermediazione: le banche detengono un vantaggio competitivo nell'attività di origination, ma questo non è altrettanto vero sul fronte della raccolta. Sui depositi grava una forma di "tassa" rappresentata dall'assicurazione, pertanto la securitization viene utilizzata per ridurre i costi di intermediazione (Passmore, 1992, Twinn, 1994, Jaffe and Rosen 1990). Non solo, lo sfruttamento del vantaggio competitivo nell'attività di origination conduce ad un cambiamento del paradigma gestionale della banca che da originator di crediti e detentore degli stessi fino alla naturale scadenza (buy and hold) diventa un originator di crediti con la vocazione verso la cessione al mercato degli assets generati (originate and distribute) (Altunbas Y., Gambacorta L., Marqués D., 2007).

I riflessi dell'attività di cartolarizzazione sulle performance ex-post, in termini di ROE o di altri indicatori di redditività, dipende innanzi tutto dalla modalità di utilizzo della liquidità: "riducendo gli impieghi nelle attività con ROE di categoria più basso e aumentando, al contempo, i fondi destinati agli investimenti più remunerativi, è possibile migliorare il ROE complessivo senza pregiudicare il coefficiente di solvibilità" (Damilano M., 2001). Tale risultato, ovviamente, è possibile in un contesto di asimmetria informativa e di scarsa risk sensitivity della normativa di vigilanza (Greenbaum S., Thakor A., 1987). L'arbitraggio sul capitale, sotto il profilo empirico, ha trovato innumerevoli riscontri, tra i quali si segnala quello di Jackson *et al.*, 1999, che mostra come i requisiti di capital adequacy migliorino in maniera consistente allorquando la banca detenga una first loss class¹⁰ alla quale si applica un requisito patrimoniale fisso dell'8%. Alle stesse conclusioni giungono studi empirici successivi di Jones D., 2000; Wolfe S., 2000; Dionne G., Harhaoui T.M, 2003; Uzum H., Webb. E., 2007.

L'ipotesi di arbitraggio sul capitale si traduce anche in un miglioramento della performance nel caso in cui si trattengano le attività più rischiose (con un rendimento atteso più elevato) a scapito di quelle meno rischiose (crown jewels). Questo comportamento provoca un

¹⁰ Per first loss class s'intende la tranche junior, solitamente unrated, sottoscritta dallo stesso originator per consentire un innalzamento del rating complessivo dell'operazione. Cfr. La Torre M. 1995.

progressivo aumento della rischiosità aziendale (Murray A.P., 2001). Tale ipotesi, invero, non viene suffragata da innumerevoli casi di cartolarizzazione di crediti problematici (Porzio C., 2001) nonché da studi empirici che tendono a dimostrare come l'attività di securitization possa ridurre la rischiosità aziendale (Donahoo and Shaffer, 1991, Pavel and Phillis, 1987) grazie alla diversificazione dei rischi e alla migliore allocazione dei rischi nel mercato (La Torre, 1995). Inoltre, occorre considerare che le possibilità d'arbitraggio sul capitale dovrebbero essere per il futuro molto limitate a seguito dell'introduzione dell'accordo di Basilea 2 (Giannotti G., 2004; La Torre M., 2004).

Un secondo aspetto da esaminare, riguarda gli effetti prodotti da un'operazione di cartolarizzazione in termini di riduzione del costo del funding. Uno studio di Rosenthal J.A., Ocampo J.M. (1988) dimostra come la differenza del costo del funding tra le alternative di securitization versus strumenti tradizionali di debito è pari circa a 120 basis point¹¹. L'effetto sul conto economico, sembra possa tradursi anche in una potenziale conversione dei ricavi da interessi in ricavi da servizi (La Torre M., 1995, Stone C., Zissu A. Lederman J., 1991). Questo perché tra i meccanismi di profit-extraction dell'operazione di securitization vanno citate le commissioni di servicing e altri proventi spesso non inquadrabili come "interessi attivi". L'effetto sul costo della provvista è nella realtà molto complesso, poiché dipende da innumerevoli variabili, tra le quali il rating dell'originator e la qualità del pool di assets che si è deciso di cartolarizzare (Gualtieri P., 2000; Giannotti C., 2004; La Torre 1995).

La letteratura sulla creazione di valore tramite l'implementazione di operazioni di securitization non è molto ampia. Di rilievo sono i risultati raggiunti da uno studio di Lockwood *et al.* (1996) condotto su un campione di 400 imprese americane emittenti ABS con rating compreso tra A+ e AAA. La reazione dei mercati finanziari a seguito dell'annuncio di un'operazione di securitization è in genere negativo (-0,64% scorporando l'effetto sistemico) per le banche, a differenza delle società finanziarie che segnalano guadagni medi del 2,79%. Con particolare riferimento alle banche, l'analisi viene approfondita discriminando le istituzioni "finanziariamente deboli" da quelle "finanziariamente solide"¹². Il risultato è che l'effetto negativo si realizza solo per le banche deboli, per le quali si presuppone, a seguito dell'operazione di cartolarizzazione, un costo del credit enhancement rilevante per ottenere un buon rating dell'emissione oltre che un potenziale ulteriore impoverimento della banca (a seguito della eventuale dismissione di asset di buona qualità). Per le banche solide, invece, sembra ci sia una relazione statisticamente significativa in merito ad un incremento dei corsi azionari. Le conclusioni cui giunge Hugh T. (1999) sono invece lievemente differenti. In questo lavoro viene testato oltre che la wealth creation per gli azionisti, anche l'eventuale riduzione dei rendimenti obbligazionari collegati alle imprese originator. I risultati conducono ad un excess return per gli azionisti pari circa al 5%, meno sensibile per le banche e per le società finanziarie (a prescindere dal livello di solidità). Per i bondholders non si ravvisano invece significative differenze in termini di rendimento.

4. Il campione

Il campione considerato è composto 30 società di leasing italiane aventi uno stipulato complessivo nel 2006 pari a 43.397 milioni di euro. In termini di copertura campionaria è stato preso quale universo di riferimento le società associate ad ASSILEA (Associazione

¹¹ Cfr. Rosenthal J.A., Ocampo J.M. (1988), p. 233.

¹² Si rinvia a Lockwood et al. (1996) per le variabili utilizzate per la discriminazione dei gruppi.

Italiana delle Società di Leasing) alle quali sono state aggiunte altre tre società segnalate dal Campione Mediobanca come società “principali” operanti nel settore del leasing¹³. Nel complesso la copertura campionaria, in termini di stipulato dell’intero settore, raggiunge l’88,5%. Per quanto concerne la copertura, in termini di numero di società rilevate, il campione copre il 58,8% delle società attive nel settore, così come rilevato da Banca d’Italia a fine 2006¹⁴. I bilanci sottoposti a verifica sono individuali e sono riferiti ad un orizzonte temporale 2002-2006, definendo quindi un panel data con 150 osservazioni.

Nel periodo d’osservazione 2002-2006 sono state realizzate nel complesso 37 operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto contratti di leasing¹⁵. Il campione oggetto d’indagine rileva nello stesso periodo 27 operazioni di cartolarizzazione, con una copertura del fenomeno pari al 72,9%. Per ogni singola operazione di cartolarizzazione afferente la società di leasing, è stato rilevato, oltre l’ammontare dell’emissione, anche l’eventuale presenza di tranching, grazie al quale è possibile incrementare il valore ritraibile da un’operazione di securitization¹⁶.

5. Metodologia

5.1 Il profilo contabile dell’operazione di cartolarizzazione per le società di leasing

L’analisi empirica è stata condotta utilizzando sia indicatori contabili tradizionali (per cogliere gli aspetti di redditività, marginalità, struttura patrimoniale, efficienza e rischiosità), sia mediante la stima del valore creato dalle società di leasing, scegliendo l’EVATM quale parametro di misurazione. A tal riguardo si rende indispensabile proporre una breve illustrazione della modalità di rappresentazione contabile del leasing nonché dell’operazione di cartolarizzazione nelle società di leasing, in quanto strumentale all’individuazione degli indicatori che si ritiene siano maggiormente influenzati da un’operazione di securitization.

La rappresentazione contabile dell’operazione di leasing può attuarsi secondo la metodologia patrimoniale¹⁷, adottata nei bilanci pre-IAS, oppure secondo la metodologia finanziaria, così come disciplinato dallo IAS 17 per quanto riguarda i bilanci IAS-compliant¹⁸. Nei bilanci *pre-IAS* la *metodologia patrimoniale* di rappresentazione contabile implica l’iscrizione in carico all’intermediario del cespite dato in leasing finanziario (capitale lordo in leasing) il quale andrà rettificato del relativo fondo d’ammortamento e delle rettifiche per perdite su crediti presunti (rettifiche su crediti impliciti) per ottenere l’ammontare del capitale netto in leasing. Tale voce rappresenta, secondo la metodologia patrimoniale, l’ammontare della quota capitale dei contratti di leasing ancora da riscuotere. Differente è invece la valenza

¹³ Si tratta in particolare di Mercantile Leasing, che nel 2006 ha registrato uno stipulato di 1.911 milioni di euro, Palladio Leasing, con uno stipulato pari a 511 milioni di euro e Italeasing (Ex Bipielle Leasing) con circa 220 milioni di euro di contratti stipulati.

¹⁴ Cfr. Relazione Annuale Banca d’Italia 2007, Appendice, pp. 183. Le società di leasing a fine 2006 sono pari a 51, di cui 34 afferenti gruppi bancari.

¹⁵ Il dato emerge dall’integrazione tra il Rapporto Annuale ASSILEA, anni vari e il sito italiano dedicato alle operazioni di securitization, www.securitization.it.

¹⁶ Cfr. Rosenthal J.A., Ocampo J.M. (1988); Firla-Cuchra M., Jenkinson T. (2005).

¹⁷ I bilanci delle società di leasing pre-IAS sono disciplinati dal D.Lgs. n. 87 del 27 gennaio 1992 e dalla Circolare n. 166 del 30 luglio 1992).

¹⁸ L’adozione degli IAS-IFRS è stabilita dal Regolamento Europeo 1606/2002. I bilanci IAS-compliant delle società di leasing sono redatti secondo quanto previsto dal D.lgs 58 del febbraio 2005 e dalle istruzioni della Banca d’Italia emanate il 14 febbraio 2006.

informativa dei crediti leasing, che rappresentano i canoni già fatturati e ancora da pagare da parte della clientela (le sofferenze e gli incagli sono all'interno di tale voce).

Il margine finanziario ottenuto da una rappresentazione contabile così strutturata è dato dalla differenza tra l'ammontare dei canoni riscossi nell'anno, al netto degli ammortamenti (questo rappresenta una sorta di primo margine dell'attività di leasing). A tale valore occorre sommare/sottrarre il saldo delle plusvalenze/minusvalenze a seguito del riscatto dei beni per ottenere, in maniera approssimativa, l'ammontare degli interessi attivi derivanti dall'attività di leasing.

La rappresentazione secondo la *metodologia finanziaria*, invece, mantiene ancora la differenza tra crediti espliciti ed impliciti, ma in questo caso scompare la nozione di capitale lordo in leasing, poiché l'iscrizione secondo lo IAS 17 vuole che l'operazione di leasing sia trattata alla stregua di un finanziamento. La formazione del margine dell'attività di leasing è più immediata, poiché nella nota integrativa viene direttamente espresso l'ammontare degli interessi attivi riscossi a seguito dell'attività di leasing.

Figura 1 – La rappresentazione contabile del leasing nelle società di locazione

Crediti in essere “metodo patrimoniale”	Crediti in essere “metodo finanziario”
Crediti leasing lordi (espliciti) - Rettifiche su crediti espliciti	Crediti leasing lordi (espliciti) - Rettifiche su crediti espliciti
<i>Crediti leasing netti</i>	<i>Crediti leasing netti</i>
Capitale lordo in leasing (costo storico delle immobilizzazioni concesse in leasing) - Fondo ammortamento - Rettifiche su crediti impliciti	+ Crediti leasing impliciti - Rettifiche su crediti impliciti
<i>Capitale netto in leasing</i>	<i>Crediti impliciti netti</i>
Crediti leasing netti + Capitale netto in leasing =	Crediti leasing netti + Crediti impliciti netti =
<i>Crediti in essere per attività di leasing (a)</i>	<i>Crediti in essere per attività di leasing (b)</i>
(a) – (b) = Differenze imputabili alle metodologie contabili	

Questa modalità di rilevazione del leasing condiziona sostanzialmente la rappresentazione contabile dell'operazione di cartolarizzazione e dei relativi contratti di locazione finanziaria. In particolare l'intermediario, nel contesto *pre-IAS*, non iscrivendo i crediti in bilancio, per realizzare un'effettiva cessione del credito dovrebbe cedere le immobilizzazioni materiali concesse in locazione, con susseguente aggravio di costi dell'operazione e perdita della relazione col cliente. La cessione pro-soluto, pertanto, è relativa al credito implicito e non si riflette né sull'ammontare del capitale netto in leasing, né sugli ammortamenti dei cespiti cartolarizzati.

In dettaglio, un'operazione di Lease backed securities comporta le seguenti movimentazioni contabili:

- La temporanea iscrizione di “crediti verso enti finanziari” nell'attivo, in cui si registra il credito vantato verso il cessionario per un valore pari al prezzo di cessione (determinato a seguito dell'attualizzazione dei canoni futuri); una volta concretizzata l'operazione di cartolarizzazione e a seguito del collocamento delle Lease backed Securities da parte dello Special Purpose Vehicle (SPV), quest'ultimo estinguerà il proprio debito;

- il corrispettivo della cessione andrà ad incrementare le disponibilità liquide e il più delle volte verrà utilizzato per rientrare nelle pregresse esposizioni verso l'interbancario;
- verranno iscritti "debiti verso enti finanziari" nel passivo, in cui si registrano gli importi dei crediti ceduti pro-soluto fino a quando i relativi canoni non vengano esplicitati tramite emissione di fattura; al momento della fatturazione dei canoni, il relativo importo viene stralciato dai crediti verso clienti in contropartita della voce di debito verso enti finanziari e, per la differenza, della voce di conto economico "interessi passivi e oneri assimilati", imputati a conto economico per competenza in considerazione della natura finanziaria delle operazioni stesse;
- tra i ricavi di conto economico verranno iscritti gli "interessi attivi e proventi assimilati" relativi a interessi attivi su prezzo differito, all'eventuale remunerazione addizionale del corrispettivo differito, a interessi attivi su titoli junior; inoltre saranno contabilizzate le "commissioni attive" relative alle commissioni di servicing e gli "altri proventi di gestione" in relazione a rendimenti addizionali dei titoli junior.

Per valutare pertanto l'impatto sulla performance generato da un'operazione di securitization occorre considerare che tale operazione genera:

- una modifica nella composizione delle fonti finanziarie, "spostando" parte dei debiti verso enti creditizi a debiti verso enti finanziari;
- una sostanziale equivalenza sia nella composizione che nell'entità del capitale netto in leasing in quanto l'operazione di cartolarizzazione riguarda i crediti impliciti e non il valore delle immobilizzazioni in leasing;
- un incremento dell'attivo per effetto della sottoscrizione dei titoli a garanzia;
- una differente modalità di formazione del margine dell'attività di leasing in quanto il risultato economico prodotto dall'operazione di locazione, e retrocesso alla società di leasing, viene contabilizzato o come interessi attivi diversi o come commissione attiva. Parallelamente il costo dell'operazione (ossia la quota di margine riconosciuta al cessionario) viene contabilizzata tra gli interessi passivi.

Più articolata è la rappresentazione contabile dell'operazione di securitization con riferimento agli IAS-IFRS. Rinviano alla letteratura specializzata¹⁹, è sufficiente notare che dall'analisi delle note integrative delle società di leasing emergono le seguenti osservazioni:

- delle otto operazioni di cartolarizzazione realizzate nel 2005, solo Italease ha strutturato operazioni di cartolarizzazione (ITA 7 con la società Veicolo Italease Finance SPA e ITA 9 con la società Veicolo Erice Finance Srl) adottando la contabilità secondo gli IAS-IFRS. Di queste, come rilevato nella nota integrativa, non vi era il rispetto dei criteri di derecognition previsti dallo IAS 39, pertanto sono state contabilizzate sia le attività cedute e non cancellate, così come le "passività a fronte di attività cedute e non cancellate";
- relativamente alle operazioni realizzate nel 2006, (4 nel complesso) solo tre delle stesse sono realizzate da società ricomprese nel campione (Fineco Leasing, Banca Agrileasing, Locat). In tutti e tre i casi, la presenza di clausole di riacquisto (clean-up call), ovvero la presenza di excess spread a garanzia dei titoli sottostanti, hanno inibito la derecognition dei crediti, pertanto i crediti continuano ad essere rilevati in bilancio.

In conclusione, non si notano degli elementi di discontinuità nel campione, almeno per quanto riguarda l'esposizione contabile dell'operazione di cartolarizzazione. Secondo i

¹⁹ Tra gli altri si veda Mazzeo R., Palombini E., Zorzoli S. (2005), IAS-IFRS e imprese bancarie, Edibank, Milano.

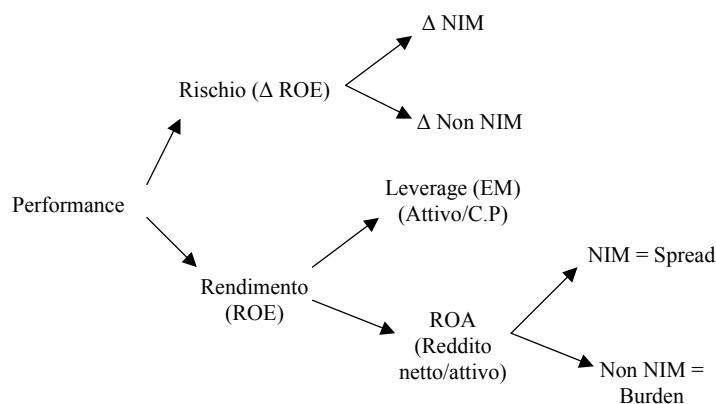
vecchi principi contabili, infatti, il capitale in leasing non cambia (non sono iscritti i crediti ma le immobilizzazioni in leasing); secondo gli IAS-IFRS l'impossibilità di attuare la derecognition del credito per mancanza dei presupposti di "trasferimento sostanziale dei rischi e dei benefici" ha lasciato in bilancio i crediti ceduti. Diverso è ovviamente l'impatto dell'applicazione degli IAS sulle altre poste di bilancio e, in particolare, sulla modalità di contabilizzazione delle commissioni up-front e dell'attualizzazione delle perdite incorse (incurred loss).

5.2 L'analisi delle performance finanziarie

L'analisi delle performance delle società di leasing è tesa dimostrare gli effetti della cartolarizzazione evidenziati dalla letteratura teorica. In particolare, seguendo l'approccio proposto da La Torre, 2005 si analizzano i riflessi dell'operazione sul conto economico e sullo stato patrimoniale e, in definitiva, sulle performance finanziarie. In dettaglio, la performance complessiva della società di leasing (ROE) può essere scomposta secondo le classiche formule di decomposizione (in primis moltiplicativa, con ulteriore scomposizione del margine finanziario secondo una logica additiva, Carretta, 1998).

Occorre tener presente, che gli effetti potenziali di un'operazione di cartolarizzazione non sono soltanto riferibili al livello degli indicatori, ma ancor più alla loro variabilità (La Torre, 2005; Stone, Zissu, Lederman, 1991).

Figura 2 – gli effetti della securitization sulla performance bancaria



Fonte: La Torre M. (1995)

Legenda: NIM (Net interest margin), Non NIM (ricavi da servizi), EM = equity multiplier

Conciliando la rilevazione contabile dell'operazione di cartolarizzazione (§5.1) con le indicazioni suggerite dalla letteratura, un'operazione di securitization dovrebbe trasformare una parte di ricavi da interessi in ricavi da servizi. Inoltre, un'operazione di securitization dovrebbe consentire una migliore gestione delle tipologie di rischi cui è soggetto un intermediario finanziario (di interesse, di cambio, di liquidità) con evidenti riflessi sul livello degli indicatori direttamente influenzati da tali variabili (Margine d'interesse netto – MI/AF) e sulla variabilità degli stessi.

Nella sostanza, gli indicatori che si ritiene siano maggiormente influenzati dall'operazione di securitization sono riassumibili in: redditività dell'attivo fruttifero (Interessi Attivi/Attività Fruttifere – IA/AF), onerosità media delle passività onerose (Interessi Passivi/Debiti

Finanziari – IP/D.fin.), il citato margine d’interesse unitario, le componenti correlabili agli altri proventi espresse nel “saldo altri costi e ricavi”. Indubbiamente altri ratios possono essere influenzati da un’operazione di securitization, ma l’effetto “diretto” dovrebbe essere rintracciabile principalmente sugli indicatori su esposti.

5.3 L’analisi della creazione di valore

Per procedere alla stima del valore creato dalle società di leasing si partirà dalle basi concettuali utilizzate in precedenti lavori empirici (Fiordelisi F., Monferrà S., 2008). In particolare, verrà utilizzato in questo studio una classica metrica del valore, denominata Economic Value Added (EVATM)²⁰. Essa esprime il valore creato da un’impresa in un determinato intervallo temporale (solitamente annuale) come differenza tra il rendimento del capitale investito (Return on invested Capital – ROIC) e il costo del capitale aziendale. In termini formali si ha che:

$$EVA^{TM} = CI * (ROIC - CC) = (CI * ROIC) - (CI * CC) = NOPAT - (CI * CC) \quad (1)$$

Dove:

CI = capitale investito;

ROIC = rendimento del capitale investito;

CC = costo del capitale;

NOPAT = profitti operativi al netto delle tasse (*Net Operating Profit after taxes*).

Con riferimento al calcolo dell’EVATM nelle banche e negli intermediari finanziari si pongono una serie di problemi da affrontare, sia di tipo teorico che operativo. In dettaglio occorre definire la modalità di determinazione del NOPAT oltre che del costo del capitale per il calcolo del capital charge più appropriato.

L’EVATM è stato inizialmente concepito per le imprese non finanziarie²¹ alle quali, come noto, è applicabile il teorema della separazione. In particolare, le scelte di finanziamento e di investimento risultano, secondo la teoria della finanza classica, indipendenti. In tal senso è possibile separare la gestione finanziaria dalla gestione operativa e pertanto applicare al NOPAT (calcolato al lordo della gestione finanziaria) il *capital charge* derivante dal prodotto tra costo medio ponderato del capitale (WACC) e Capitale investito operativo. Nell’ipotesi in cui l’impresa oggetto d’analisi operi invece nel settore finanziario, il teorema della separazione non è coerente (Sironi, 2005, p.707) in quanto le scelte operative sono scelte di natura finanziaria e il NOPAT deve necessariamente incorporare i proventi finanziari nonché il costo della “materia prima” impiegata per produrre tali proventi, ovvero gli oneri finanziari.

A fronte di una definizione di NOPAT che incorpora la gestione finanziaria (che per una società di leasing è anche la gestione operativa), per il calcolo del Capital Charge occorre adottare il costo del capitale azionario (K^e), onde evitare un doppio computo degli oneri finanziari. Specularmente, il fattore produttivo da remunerare è il valore dell’Equity,

²⁰ Cfr. Stewart G. B. (1991). Per approfondimenti in merito all’applicazione dell’EVA nelle banche si rinvia a Uyemura D.G., Kantor G.C., Pettit J.M., (1996). Per un’applicazione nel settore bancario si veda tra gli altri Fiordelisi F. (2006). Per quanto riguarda gli intermediari finanziari non bancari si veda diffusamente Fiordelisi F., Monferrà M. (forthcoming, 2008).

²¹ Il primo saggio su tale metrica si attribuisce a Stewart G. B III (1991), *The quest for value: the EVATM management Guide*, HarperCollins Publisher Inc., ed it. Spisni M. (a cura di) (1998) *La ricerca del valore. Una guida per il management e per gli azionisti*, Milano, EGEA.

eventualmente rettificato per eliminare le più evidenti distorsioni contabili (Fiordelisi 2007, Maccario et al., 2002; Di Antonio, 2002, Sironi, 2005).

Il metodo di stima del costo del capitale azionario prescelto in questo studio è il CAPM, procedendo innanzi tutto al computo del beta levered mediante il levering del *beta unlevered* (o business risk index – BRI), così come fornito da Damodaran per le società operanti nel settore del leasing europeo (vedi formula 2)²².

$$\beta_l = \beta_u \left[1 + (1 - t) \frac{D_m}{E_m} \right] \quad (2)$$

Dove:

β_l = Beta levered

β_u = Beta unlevered

t = Tax rate

D_m = Debiti finanziari

E_m = Valore di mercato dell'equity, ottenuto come prodotto tra valore di libro dell'equity e il multiplo Price to Book Value

Il processo di levering è stato attuato, nel rispetto della logica uniperiodale del CAPM, adottando il *tax rate* di ogni singolo anno di riferimento e la struttura finanziaria di ogni singolo anno. Per calcolare il D/E a valori di mercato, si è scelto di correggere l'effetto di sottostima del valore di libro dell'equity utilizzando il multiplo Price/Book Value da applicare al valore di libro dell'equity. Anche il multiplo P/BV adoperato è stato ripreso da Damodaran, sempre per le società operanti nel settore del leasing europeo. Infine, nel computo del costo del capitale si è assunto quale free risk rate il tasso dei BOT ad un anno e il Market Risk Premium stimato secondo le indicazioni di Panetta F., Violi R, 1999²³.

Per il calcolo del NOPAT, così come suggerito da Fiordelisi (2004), sono state apportate esclusivamente le principali rettifiche, rispetto alle oltre 160 proposte dalla letteratura, al fine di evitare le distorsioni contabili più critiche²⁴. In particolare, le rettifiche proposte sono riferibili all'effetto: 1) degli accantonamenti a fondi rischi su crediti e dei relativi fondi; 2) degli accantonamenti a fondi rischi bancari generali e del relativo fondo (per entrambi, fino al 2005, poiché con l'entrata in vigore degli IAS-IFRS è vietata la costituzione di fondi rischi a destinazione generica – IAS 37); 3) delle spese di ricerca e sviluppo; 4) delle imposte e tasse anticipate e differite (Fiordelisi F., Monferrà S., 2008).

²² Per la procedura in questione si veda approfonditamente Cenni S., Ferretti R. (2006), Damodaran A. (2001). Il sito internet cui prelevare i fogli ExcelTM facenti riferimento al beta unlevered e al multiplo P/BV è www.stern.nyu.edu/~adamodar/.

²³ Il tasso dei BOT è stato prelevato dall'Appendice statistica della Relazione Annuale della Banca d'Italia, Anni vari. Per il calcolo del market risk premium in Italia si veda Panetta F., Violi R. (1999), Is there an equity premium puzzle in Italy? A look at asset returns, consumption and financial structure data over the last century, Temi di discussione, n. 353, Banca d'Italia.

²⁴ Uyemura D.G., Kantor G.C., Pettit J.M., (1996); Fiordelisi F. (2007); Maccario et al., (2002); Di Antonio M. (2002), Sironi A. (2005).

Si ha pertanto che la formulazione analitica di EVATM proposta per le banche e per le società finanziarie è in tal modo composta (Fiordelisi F., 2004):

$$\begin{aligned}
 \text{EVA}^{\text{TM}} &= \underbrace{\text{Int. M} + \text{Net CFI} + \text{CI}_{\text{AcNOPAT}}}_{\text{Margine d'intermediazione}} - \text{CapChg} + \text{AccAdj} & (3) \\
 &= \underbrace{\text{NOPAT}}_{\text{Residual Income}} - \text{CapChg} + \text{AccAdj} \\
 &= \text{EVA}^{\text{TM}}
 \end{aligned}$$

Dove:

Int.M = Margine d'interesse

Net. CFI = Commissioni Nette

CI_{AcNOPAT} = Costi e ricavi necessary per la determinazione del NOPAT

CapChg = Capital Charge (Costo dell'equity * Valore di libro dell'equity)

AccAdj = Correzioni effettuate sul NOPAT e sul capitale investito per il calcolo dell'EVA (EVA-Residual income)

6. Il modello di analisi e i risultati

L'analisi empirica coglie tre momenti fondamentali in cui può essere idealmente scomposta un'operazione di securitization: fase ex-ante, impatto nell'anno di realizzazione e fase ex-post. Per quanto riguarda la prima fase, il test riguarda i driver che spingono le imprese a cartolarizzare i propri crediti. In accordo con Uzun E., Webb E., 2007, si intende esaminare quali variabili determinano il ricorso alla cartolarizzazione. La variabile dipendente, pertanto, è una dummy che assume il valore di 1 nell'ipotesi in cui la società di leasing nell'anno t abbia cartolarizzato e 0 nel caso in cui la società di leasing non abbia strutturato operazioni di cartolarizzazione. Inoltre, il modello di regressione logistica con effetti fissi considera le variabili contabili dell'anno $t-1$, ovvero il valore assunto dalla variabile indipendente l'anno precedente l'operazione di cartolarizzazione.

In termini formali si ha che:

$$\begin{aligned}
 &\text{Pr}(y=1) \\
 &= \text{Pr}[\beta_1 \text{NIM}_{it-1} + \beta_2 \text{SaldoServizi}_{it-1} + \beta_3 \ln(\text{Dimensione}_{it-1}) + \alpha] & (4)
 \end{aligned}$$

Dove:

NIM_{it-1} = margine d'interesse unitario dell'anno $t-1$ (Margine d'interesse/Fondi Intermediati), (Valore in percentuale);

SaldoServizi_{it-1} = Saldo delle componenti correlabili ai servizi finanziari unitarie dell'anno $t-1$ (Saldo servizi/Fondi Intermediati), Valore in percentuale;

ln(Dimensione_{it-1}) = logaritmo del totale attivo di bilancio dell'anno $t-1$

	Coeff.	Std.Err.	Z	P-value
NIM_{it-1}	7.485949**	3.427854	2.18	0.029
SaldoServizi $_{it-1}$	-7.329449**	3.308647	-2.22	0.027
$\ln(Dimensione_{it-1})$	4.814881*	2.766918	1.74	0.082
Nr. Osservazioni Y = 1 = 26; Nr. Osservazioni Y = 0 = 30 Numero osservazioni: 56 Chi-sq 6.83* (0.0777)				

L'utilizzo della variabile di natura temporale comporta che molte osservazioni relative alle banche che non hanno mai cartolarizzato siano di fatto state eliminate (perché non c'è variazione all'interno del gruppo). Le osservazioni infatti si riducono a 56, relativamente alle 14 società di leasing che hanno realizzato almeno una operazione di cartolarizzazione²⁵.

I risultati relativi alla dimensione sono coerenti con la letteratura esistente (Dionne G., Hachaoui T.M. 2003; Uzun H, Webb E., 2007) mentre nel nostro modello abbiamo inserito anche le variabili afferenti il margine d'interesse unitario e il margine da servizi, così come presentato in Pais A. (2005). I risultati attesi, qualora coerenti con la "financing hypothesis" dovrebbero corrispondere ad una bassa probabilità di cessione di attivi in presenza di un margine d'interesse elevato. Identicamente, un margine da servizi alto dovrebbe corrispondere ad una ridotta probabilità di cartolarizzare crediti, poiché non si ravvede la necessità d'integrare gli attuali proventi da servizi con commissioni di servicing. L'analisi condotta sulle società di leasing porta invece ad una maggiore propensione a cartolarizzare allorquando il rapporto MI/FI risulta elevato, condizione questa giustificabile sotto la "comparative advantage hypothesis". Diversamente, con riferimento al margine da servizi, il risultato è coerente con la letteratura.

La successiva analisi intende testare, con riferimento al mercato italiano del leasing, le seguenti ipotesi di ricerca:

Ipotesi 1.

H_1 = le performance realizzate dalle società che cartolarizzano sono differenti rispetto a quelle che non cartolarizzano (*livello della performance*)

Ipotesi 2.

H_1 = le performance realizzate dalle società securitizers hanno una volatilità differente rispetto alle società non-securitizers (*variabilità della performance*)

L'*ipotesi 1* viene verificata tramite l'utilizzo di *due approcci*. Il primo è un semplice t-test applicato ai due campioni di società, al fine di definire le differenze esistenti tra i due gruppi. I risultati evidenziano delle differenze significative, ma le stesse non sono necessariamente riconducibili all'attività di asset securitization. In dettaglio, contrariamente a quanto evidenziato dalla letteratura (*Tabella 7*) sembrerebbe che a livello di margine finanziario, le

²⁵ Il problema econometrico è attribuibile al fatto che delle 16 società che non hanno mai cartolarizzato la dummy indicante l'evento cartolarizzazione non assume mai il valore 1. Lo stesso problema si ravvisa in Uzun H., Webb E. (2007), pag. 17. Per poter discriminare le società che cartolarizzano da quelle che non cartolarizzano occorre eliminare la variabile temporale. Una regressione logistica così impostata mostra che solo la variabile dimensionale risulta significativa nello spiegare il ricorso alla securitization.

performance prodotte dalle società securitizers siano significativamente peggiori rispetto alle non-securitizers. A livello di significatività dell'1% il margine finanziario netto (MI/AF) risulta inferiore nelle società che hanno cartolarizzato. Tale differenza è imputabile sia ad una minore redditività netta dell'attivo (IA/AF) sia ad una maggiore onerosità del passivo. Contrariamente, le società securitizers evidenziano un maggior livello di ROA, con una significatività del 5%. Si rileva, inoltre, una minore rischiosità (Soff. Lorde/Impieghi) e una maggiore incidenza dei ricavi da servizi, avvalorando, pertanto, l'ipotesi di sostituzione dei ricavi ipotizzato in La Torre, 1995; Stone, Zissu, Lederman, 1991). Non si ravvisano differenze significative su altri indicatori di bilancio e in particolare con riferimento al valore creato (EVA/CI).

Per ricollegare in maniera più robusta la performance ottenuta con l'attività di securitization, coerentemente con quanto fatto in Pais A., 2005 e Uzun E., Webb E., 2007, il campione delle 30 società di leasing osservato su un orizzonte temporale di cinque anni è stato suddiviso, per ogni anno di riferimento, in due categorie definite come società "securitizers" e società "non-securitizers". Relativamente agli indicatori individuati nel (§ 5.2) viene creata la variabile differenza percentuale, definita come di seguito:

$$\text{deltay}_{it} = (y_{it} - y_{i(t-1)}) / y_{i(t-1)} \times 100$$

La relazione econometrica che abbiamo impostato considera sia l'evento cartolarizzazione nell'anno t (Secur_{it}) sia l'eventuale *lagged* relativo ad eventuali operazioni condotte nell'anno precedente ($\text{Secur}_{i(t-1)}$). Vengono inoltre inserite le variabili relative al logaritmo dell'ammontare complessivo dell'operazione e del numero delle tranche, sempre nella logica dell'anno corrente e dell'anno precedente. Un'ultima variabile categorica inserita nel modello riguarda l'applicazione degli IAS-IFRS²⁶.

$$\text{deltay}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Secur}_{it} + \beta_2 \text{Secur}_{i(t-1)} + \beta_3 \ln(\text{Value})_{it} + \beta_4 \ln(\text{Value})_{i(t-1)} + \beta_5 \text{Tranche}_{it} + \beta_6 \text{Tranche}_{i(t-1)} + \text{IAS}_{it}$$

Dove:

deltay_{it} = la variazione dell'indicatore di bilancio che si vuole spiegare (da $t-1$ a t);

α = costante

$\beta_1 \text{Secur}_{it}$ = è una dummy che assume il valore 1 quando l'impresa ha cartolarizzato e 0 quando non ha attuato operazioni di securitization nell'anno t ;

$\beta_2 \text{Secur}_{i(t-1)}$ = è una dummy ritardata che assume il valore 1 quando l'impresa ha cartolarizzato in $t-1$ e 0 quando non ha attuato operazioni di securitization in $t-1$;

$\beta_3 \ln(\text{Value})_{it}$ = è l'ammontare dell'operazione di cartolarizzazione, valorizzato solo quando la dummy relativa all'operazione assume valore pari a 1

$\beta_4 \ln(\text{Value})_{i(t-1)}$ = è l'ammontare dell'operazione di cartolarizzazione, valorizzato solo quando la dummy relativa all'operazione assume valore pari a 1

$\beta_5 \text{Tranche}_{it}$ = è il numero di tranche emesse nell'anno t , valorizzato solo quando la dummy relativa all'operazione assume valore pari a 1;

$\beta_6 \text{Tranche}_{i(t-1)}$ = è il numero di tranche emesse nell'anno $t-1$, valorizzato solo quando la dummy relativa all'operazione assume valore pari a 1;

²⁶ Il modello econometrico utilizzato è di tipo cross-sectional regression con gli effetti fissi. A supporto dell'ipotesi della presenza degli effetti fissi è stato performato il test di Hausman.

Dall'analisi dei risultati, riportati nella Tabella 8, emerge come l'operazione di cartolarizzazione abbia avuto un effetto positivo sulla variazione del margine d'interesse unitario (con un livello di significatività del 5%). Il contributo positivo al margine d'interesse unitario non è offerto da una riduzione del costo medio del debito (la relazione non è stata riportata in tabella in quanto tutti i coefficienti risultano non significativi) bensì ad un incremento degli interessi medi delle attività fruttifere (con significatività all'1%). Questa evidenza è attribuibile a due motivazioni: 1) l'acquisto di titoli junior contribuisce favorevolmente all'incremento degli interessi attivi (evidenza supportata anche dalla variazione del portafoglio titoli, al livello di significatività dell'1%); 2) la liquidità generata dall'operazione è stata reinvestita in impieghi più redditizi rispetto a quelli ceduti. Quest'ultima evidenza confermerebbe le ipotesi di arbitraggio sul capitale proposte da Jones D., 2000. Non sussiste una relazione significativa tra attività di cartolarizzazione e creazione di valore misurata con EVATM.

Il test sulle componenti correlabili ai servizi finanziari evidenzia, inoltre, un significativo aumento in corrispondenza dell'attività di securitization (significatività all'1%). I risultati ottenuti in merito all'ammontare dell'operazione ha significatività statistica ma è incongruente con la teoria economica. In particolare, il segno del coefficiente starebbe a testimoniare una relazione inversa tra andamento dei delta evidenziati e l'ammontare di crediti cartolarizzati. L'attività di tranching influenza la variazione del portafoglio titoli mentre non sembra influenzare le altre variabili. Infine, la variabile IAS_t risulta statisticamente significativa con un incremento degli interessi attivi a scapito dei ricavi da servizi.

L'ipotesi 2 è stata verificata calcolando la deviazione standard del singolo indicatore lungo l'orizzonte temporale per ogni società. Successivamente è stato eseguito un t-test per verificare l'ipotesi che la variabilità dell'indicatore n afferente il campione delle società che cartolarizzano risulta meno erratica delle società che non hanno attuato operazioni di cartolarizzazione. Formalmente si ha che:

$$H_0 = \sigma_{1n} - \sigma_{2n} = 0$$

$$H_1 = \sigma_{1n} - \sigma_{2n} > 0$$

Dove:

σ_{1n} è la variabilità dell'indicatore n delle società che non hanno attuato operazioni di cartolarizzazione;
 σ_{2n} è la variabilità dell'indicatore n relativo alle società che hanno attuato operazioni di cartolarizzazione.

I dati riportati nella Tabella 9 evidenziano, al livello di significatività dell'1%, una effettiva minor volatilità del ROA e del valore relativo creato (EVA/CI). In termini di ROE, invece, l'ipotesi di minor volatilità si può accettare a livello di significatività del 5%. Per evidenti ragioni, tale dato è influenzato in prevalenza dalla volatilità del debt/equity ratio (D/E). Anche questo indicatore, infatti, risulta meno volatile, a livello di significatività del 5%, nelle società securitizers rispetto a quelle non-securitizers.

Interessante notare come il giudizio deve essere ribaltato in termini di volatilità del costo della raccolta: ad un livello di significatività del 5%, infatti, si può accettare l'ipotesi unilaterale di maggiore varianza del rapporto IP/D.fin nelle società securitizers rispetto a quelle non-securitizers. Tale variabilità, non deve essere interpretata necessariamente in termini negativi. L'instabilità del costo della raccolta, infatti, può essere attribuibile proprio all'operazione di

securitization che ne favorisce l'erraticità a causa dell'ammontare degli oneri finanziari corrisposti alla SPV.

7. Conclusioni

Il lavoro empirico, condotto su un campione di 30 società di leasing italiane rappresentanti l'88,5% dello stipulato dell'intero settore, ha testato alcune ipotesi avanzate dalla letteratura teorica. In particolare, sono state analizzate le variabili che incidono maggiormente sulla probabilità di ricorrere alla cartolarizzazione, nonché le differenze di performance, qualora esistenti e significative, registrate dalle società securitizers rispetto a quelle non-securitizers. L'indagine sulle performance è stata condotta utilizzando tre differenti approcci: analisi univariata della performance, analisi econometrica e analisi della variabilità.

Relativamente all'indagine dei driver che inducono le imprese a cartolarizzare i propri crediti, emerge come la variabile dimensionale sia statisticamente significativa: le ragioni sono riconducibili al raggiungimento di un'adeguata massa critica in merito ai volumi cartolarizzati e alla possibilità di ammortizzare i rilevanti costi fissi che un'operazione di securitization comporta. Questo risultato è coerente con i precedenti studi di Dionne G., Hachaoui T.M. 2003; Uzun H, Webb E., 2007.

Risultano statisticamente significativi, inoltre, il margine d'interessi unitario e il margine da servizi. Relativamente al primo, emerge come un margine d'interesse elevato incida positivamente sulla probabilità di ricorrere all'operazione di securitization. Questa evidenza non è coerente con la "finance hypothesis", in quanto un margine elevato dovrebbe coincidere con una bassa probabilità di securitization (James, 1988, Flannery 1994; Greenbaum S., Thakor A., 1987). Differentemente, il risultato emerso sembra coerente con la "comparative advantage hypothesis": una società con margine d'interessi elevato può ugualmente accedere al mercato dell'asset securitization per sfruttare il proprio vantaggio competitivo nell'attività di origination. Il margine da servizi è legato alla probabilità di cartolarizzare in maniera inversa: in tal senso, un'impresa con basso margine da servizi ha più probabilità di cartolarizzare in quanto manifesta l'esigenza di consolidare questa tipologia di ricavi.

Procedendo con l'analisi univariata, dopo aver suddiviso il campione nel gruppo delle società securitizers e delle società non-securitizers, si rileva come il margine finanziario netto (MI/AF) delle prime sia significativamente più basso rispetto alle seconde. Questo risultato è imputabile ad una minore redditività netta dell'attivo (IA/AF), così come ad una maggiore onerosità del passivo (IP/D.Fin.) delle società securitizers. Tali risultati sembrano incoerenti con la letteratura teorica (La Torre M, 1995; Damilano M. 2001), sebbene si sottolinea come l'analisi univariata sia priva del legame di causalità rispetto l'attività di asset securitization.

Contrariamente, le società securitizers denotano un maggior livello di ROA, con una significatività del 5%. Si ribadisce come il processo di securitization dei contratti di leasing non generi una riduzione del totale attivo di bilancio, piuttosto l'acquisto di titoli junior spesso ne incrementi il valore. Il ROA delle società securitizers, quindi, non è stato influenzato da una potenziale contrazione dell'attivo, bensì il suo maggior livello è ascrivibile alla variazione dei margini operativi. In tal senso, il margine da servizi ha agito favorevolmente all'incremento degli stessi, avvalorando l'ipotesi di sostituzione degli

interessi ipotizzato in La Torre, 1995; Stone, Zissu, Lederman, 1991. Non si ravvisano differenze significative su altri indicatori di bilancio e, in particolare, con riferimento al valore creato (EVA/CI).

L'indagine di tipo econometrico ha tentato di superare i limiti dell'analisi univariata, agganciando la variazione degli indicatori direttamente all'attività di asset securitization. I risultati raggiunti sono coerenti con la letteratura teorica in quanto il margine d'interessi netto (MI/AF) risulta influenzato in maniera favorevole dalla cartolarizzazione, così come il margine da servizi. Anche su questo fronte, però, non si registrano significative differenze di creazione di valore attribuibili all'asset securitization.

In definitiva, per quanto riguarda il livello della performance, si potrebbe asserire che i risultati sul margine d'interesse delle società securitizers sono peggiori delle società non-securitizers. La cartolarizzazione ha ridotto tale gap, come emerso dall'analisi econometrica. Queste società, pertanto, in assenza di attività di cartolarizzazione, avrebbero registrato dei margini ancora peggiori. La modalità con cui l'operazione di securitization incide sui risultati è particolare: il margine d'interessi netto (MI/AF) risulta favorevolmente influenzato dalla securitization, ma il suo maggior livello è attribuibile all'incidenza positiva della redditività dell'attivo fruttifero (IA/AF) piuttosto che ad miglioramento del costo della raccolta (IP.D.Fin). Il significativo incremento del portafoglio titoli, imputabile alla sottoscrizione di titoli junior, avvalorava ulteriormente tale tesi. Infine, dall'analisi econometrica emerge un significativo incremento del margine da servizi, confermando i risultati raggiunti in sede di analisi univariata.

L'impatto sulla performance si può estrinsecare sia sul livello degli indicatori, sia sulla loro volatilità (La Torre M., 1995, Damilano M. 2001). L'indagine della varianza conduce ad interessanti conclusioni: il ROA e il valore creato (EVATM/CI) dalle società securitizers sembrano molto più stabili nel tempo. Identici risultati si registrano sul ROE e sul debt/equity ratio. Non emergono differenze significative in termini di dispersione dei margini finanziari; tuttavia, il costo della raccolta (IP/D.fin) delle società securitizers sembra più volatile delle società non-securitizers.

Gli sviluppi successivi del presente lavoro riguardano un allargamento del campione oggetto d'indagine, focalizzando l'attenzione sul mercato bancario europeo.

Bibliografia

- Altunbas Y., Gambacorta L., Marqués D. (2007), *Securitization, bank lending and monetary policy*, Temi speciali, Banca d'Italia.
- Carretta A. (1991), *Un confronto tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie*, in *Le istituzioni finanziarie non bancarie*, in a cura di Carretta A., EGEA.
- Carretta A. (1995), *Economia degli intermediari non bancari*, EGEA, Milano.
- Carretta A., De Laurentis G. (a cura di) (1998), *Manuale del leasing*, EGEA, Milano.
- Carretta A., Monferrà S. (1995), *Banche e intermediari finanziari non bancari a confronto: una valutazione comparata delle performance*, in *Gli intermediari finanziari non bancari*, a cura di A. Carretta, EGEA, Milano.

Corigliano R. (a cura di) (1998), *Rischio di credito e pricing dei prestiti bancari. Nuove metodologie di analisi e conseguenze organizzative per le banche italiane*, Bancaria Editrice, Roma.

Damilano M. (2001), *La securitisation dei crediti*, Giappichelli, Torino.

Damodaran A. (2001), *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley Series in Finance.

De Angeli S., Oriani M. (2000), *La securitization dei crediti bancari*, Franco Angeli, Milano.

De Laurentis G., Riani M. (2002), *Recovery rates determinants: evidence from the Italian leasing market*, SDA Bocconi, Working Paper.

Dionne G., Harchaoui T.M. (2003), *Banks' capital securitization and credit risk: an empirical evidence for Canada*, Working Paper 03-01.

Donahoo, K.K., Shaffer S. (1991), *Capital requirements and the securitization decision*, *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 31.

Drago D. (a cura di) (2007), *Securitization, CDO e covered bonds*, Bancaria Editrice, Roma.

Fama E.F., French K.R. (1997), *Industry costs of equity*, *Journal of Financial Economics*, 43.

Fiordelisi F. (2007), *Shareholder value efficiency in European banking*, *Journal of Banking and Finance*, vol. 31.

Fiordelisi F. (2006), *Creating Sustainable Shareholder Value in Banking*, Palgrave Macmillan, *Studies in Banking and Financial Institution*, London.

Fiordelisi F. (2007), *La creazione di valore nelle banche: il contenuto informativo delle misure di performance*, Working Paper, Università di Roma Tre, University of Wales Bangor.

Fiordelisi F., Monferrà M. (2008), *Measuring Shareholder Value in asset based-lending industries*, *Managerial Finance*, Forthcoming.

Firla-Cuchra M., Jenkinson T. (2005), *Security design in the real world: Why are securitization issues tranching?*, *Economics Series Working Papers* n. 225.

Giannotti C. (2004), *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano.

Greenbaum, S.I., Thakor, A.V., (1987), *Banking funding modes: securitization versus deposits*. *Journal of Banking & Finance*, n. 11, 379–402.

Jackson, P. *et al.* (1999), *Capital requirements and bank behavior: the impact of the Basel Accord*, Basel Committee on Banking Supervision, Working Papers 1.

Jones D. (2000), *“Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues”*, in *Journal of Banking and Finance*, 24, pagg. 35-58.

La Torre M. (1995), *Securitisation e banche. La titolarizzazione degli attivi*, Il Mulino.

La Torre M. (2000), *La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana*, *Bancaria*, n. 2.

La Torre M. (2004), *Securitisation e vigilanza dopo Basilea 2: la normativa italiana*, *Bancaria*, n. 10.

Pais A. (2005), *Why do depository institution use securitization*, Working Paper, Massey University, Department of Finance, Banking and Property.

Pavel, C., D. Phillis. (1987), *Why commercial banks sell loans: an empirical analysis*, *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, n. 11.

Porzio C. (a cura di) (2001), *Securitization e crediti in sofferenza. Problemi gestionali, contabili e normativi nella recente esperienza italiana*. Bancaria Editrice, Roma.

Rappaport A. (1998), *Creating shareholder value*, The free press, New York.

Sironi A. (1999), *Estimating banks' cost of equity capital: evidence from an international comparison*, Newfin Working Paper, dicembre.

Sironi A. (2005), *Rischio e valore nelle banche*, Egea, Milano.

Stewart B.G. III (1991), *The quest for value: the EVA™ management guide*, HarperCollins Publisher Inc.

Stone C., Zissu A. Lederman J. (1991), *Asset securitisation: Theory and practice in Europe*, London, Euromoney Publication.

Tagliavini G. (1999), *Costo del capitale, analisi finanziaria e corporate banking*, Egea, Milano.

Uyemura D.G., Kantor G.C., Pettit J.M., (1996), EVA for banks: value creation, risk management and profitability measurement, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 2, 94-105.

Uzum H., Webb E. (2007), Securitization and risk: empirical evidence on US banks, in *The Journal of Risk Finance*, vol. 8, n. 1.

Tabella 7 – T-test - Test delle medie tra le società securitizers (μ_1) versus le non-securitizers (μ_2)

Variabile	Mean (μ_1) (μ_2)	Std. Dev. (σ_1) (σ_2)	t-stat (p-value) $H_0 = \mu_1 - \mu_2 = 0$ $H_1 = \mu_1 - \mu_2 < 0$	t-stat (p-value) $H_0 = \mu_1 - \mu_2 = 0$ $H_1 = \mu_1 - \mu_2 > 0$
Redditività				
ROE	10,340 12,334	10,485 5,926	-1,483* (0,070)	
ROA	0,547 0,685	0,573 0,263	-1,985** (0,024)	
MI/FI	2,113 1,408	1,218 0,695		4,498*** (0,000)
MIT/FI	1,964 1,421	0,995 0,773		3,741*** (0,000)
(Saldo altri ricavi da servizi)/FI	-0,0041 0,0248	0,546 0,710	-2,326** (0,011)	
D/E	27,716 28,201	18,018 12,838	-0,192 (0,423)	
Margine finanziario				
MI/AF	2,256 1,507	1,358 0,737		4,354*** (0,000)
IA/FI	4,590 4,209	1,412 0,767		2,131** (0,017)
IA/AF	4,883 4,520	1,605 0,852		1,800** (0,036)
IP/D	2,595 2,920	0,569 0,885	-2,517*** (0,006)	
IP/Debiti finanziari	2,765 3,120	0,609 0,938	-2,585*** (0,005)	
Spread lordo	1,994 1,288	1,203 0,704		4,525*** (0,000)
Spread netto	2,118 1,400	1,383 0,718		4,155*** (0,000)
Rischio				
Soff,lorde/Impieghi	1,472 1,039	2,015 0,797		1,833** (0,034)
Soff,nette/Impieghi	0,677 0,563	1,135 0,495		0,837 (0,202)
Valore (EVA)				
Costo of Equity	9,945 10,684	4,027 3,285	-1,230 (0,110)	
EVA/CI	4,810 3,692	3,052 5,619		0,718 (0,236)

I simboli *, **, *** indicano rispettivamente il livello di significatività all' 10%, 5% e 1%.
N. osservazioni 150

Tabella 8 – Cross-sectional regression con effetti fissi

Variabile	Coeff.	Stand.Err.	P-value
deltay_{it} = Δ MI/FI (%)			
β_1 Secur _{it}	70,459**	29,093	0,019
β_2 Secur _{i(t-1)}	4,156	22,925	0,857
β_3 ln(Value) _{it}	-3,376**	1,409	0,020
β_4 ln(Value) _{i(t-1)}	0,089	1,133	0,937
β_5 Tranche _{it}	0,037	0,822	0,964
β_6 Tranche _{i(t-1)}	-0,909	0,601	0,137
IAS _{it}	-0,398	0,529	0,455
Costante (α)	-0,382	0,487	0,436
F-stat 2,68** (0,0189) – Osservazioni 90 – Gruppi 30			
deltay_{it} = Δ IA/AF (%)			
β_1 Secur _{it}	6,692***	1,581	0,000
β_2 Secur _{i(t-1)}	-0,249	1,246	0,842
β_3 ln(Value) _{it}	-0,317***	0,076	0,000
β_4 ln(Value) _{i(t-1)}	0,006	0,061	0,910
β_5 Tranche _{it}	-0,020	0,044	0,649
β_6 Tranche _{i(t-1)}	0,032	0,032	0,330
IAS _{it}	0,150***	0,028	0,000
Costante (α)	-0,069	0,026	0,011
F-stat 7,3*** (0,0000) – Osservazioni 90 – Gruppi 30			
deltay_{it} = Δ Saldo Servizi/FI (%)			
β_1 Secur _{it}	19,969***	7,505	0,008
β_2 Secur _{i(t-1)}	10,365*	5,993	0,084
β_3 ln(Value) _{it}	-85,048**	35,025	0,020
β_4 ln(Value) _{i(t-1)}	-40,553**	29,182	0,015
β_5 Tranche _{it}	-71,292	24,822	0,165
β_6 Tranche _{i(t-1)}	-57,989***	19,163	0,004
IAS _{it}	-13,379***	18,761	0,002
Costante (α)	11,266	12,789	0,378
F-stat 6,27*** (0,0000) – Osservazioni 90 – Gruppi 30			
deltay_{it} = Δln (Portafoglio Titoli)			
β_1 Secur _{it}	4,660*	2,427	0,060
β_2 Secur _{i(t-1)}	7,497***	1,913	0,000
β_3 ln(Value) _{it}	-0,226*	0,117	0,060
β_4 ln(Value) _{i(t-1)}	-0,386***	0,094	0,000
β_5 Tranche _{it}	0,048	0,068	0,485
β_6 Tranche _{i(t-1)}	0,100**	0,050	0,050
IAS _{it}	0,0005	0,044	0,990
Costante (α)	-0,058	0,040	0,154
F-stat 4,99*** (0,0002) – Osservazioni 90 – Gruppi 30			

I simboli *, **, *** indicano rispettivamente il livello di significatività al 10%, al 5% e all'1%.

Tabella 9 – Analisi della deviazione standard

Variabile	Mean (μ_1) (μ_2)	Std. Dev. (σ_1) (σ_2)	t-stat (p-value) $H_0 = \mu_1 - \mu_2 = 0$ $H_1 = \mu_1 - \mu_2 < 0$	t-stat (p-value) $H_0 = \mu_1 - \mu_2 = 0$ $H_1 = \mu_1 - \mu_2 > 0$
Redditività				
ROE	6,496 3,859	0,423 1,485		2,211** (0,017)
ROA	0,456 0,190	0,293 0,071		3,306*** (0,001)
MI/FI	0,413 0,475	0,449 0,213	-0,474 (0,319)	
MIT/FI	0,365 0,473	0,273 0,237	-1,138 (0,132)	
(Saldo altri ricavi da servizi)/FI	0,318 0,474	0,282 0,266	-1,541 (0,067)*	
D/E	8,467 3,879	9,777 2,223		1,713 (0,048)**
Margine finanziario				
MI/AF	0,447 0,497	0,509 0,223	-0,339 (0,368)	
IA/FI	0,627 0,578	0,406 0,279		0,375 (0,355)
IA/AF	0,689 0,645	0,455 0,294		0,306 (0,380)
IP/D	0,443 0,553	0,099 0,276	-1,493* (0,073)	
IP/D.Fin	0,473 0,626	0,109 0,314	-1,829** (0,039)	
Spread lordo	0,409 0,477	0,454 0,229	-0,502 (0,309)	
Spread netto	0,468 0,495	0,502 0,231	-0,182 (0,428)	
Rischio				
Soff.lorde/Impieghi	1,069 0,560	1,255 0,338		1,468* (0,076)
Soff.nette/Impieghi	0,614 0,325	0,800 0,183		1,319* (0,098)
Valore (EVA)				
Costo of Equity	2,091 1,199	1,705 0,520		1,879** (0,035)
EVA/CI	9,219 4,350	5,548 1,874		3,125*** (0,002)

I simboli *, **, *** indicano rispettivamente il livello di significatività all'10%, 5% e 1%.

μ_1 = Non-Securitized, μ_2 = Securitized