

Convegno invernale ADEIMF 2016

Pisa, 19 febbraio 2016



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Le imprese nella prospettiva della Capital Markets Union

Giovanni Petrella, [giovanni.petrella@unicatt.it](mailto:giovanni.petrella@unicatt.it)



## Contenuti dell'intervento

- Obiettivi della CMU
- Il rafforzamento del ruolo dei mercati
- Implicazioni sugli intermediari
- Il revival delle cartolarizzazioni
  - Le cartolarizzazioni «STS»
  - Nuovo trattamento prudenziale per le cartolarizzazioni



## Obiettivi della CMU

- La CMU è un progetto di ampio respiro, con obiettivi in linea di principio condivisibili:
  - migliorare l'accesso ai finanziamenti/mercato finanziario, specialmente per le PMI
  - aumentare l'importanza del mercato dei capitali nella combinazione delle fonti di finanziamento dell'economia reale
  - rendere i mercati dei capitali più efficaci e integrati
- Il «grande» obiettivo sottostante: favorire la crescita economica
- Visione dei mercati finanziari al servizio dell'economia reale



## Il rafforzamento del ruolo dei mercati

- L'assunto di partenza della CMU è il bisogno di “ribilanciare l'eccessiva dipendenza dal finanziamento bancario” e fare maggiormente affidamento sulla finanza di mercato
- Se la domanda è «qual è la struttura finanziaria migliore per favorire la crescita economica?», la risposta non è scontata né univoca
  - La ricerca empirica evidenzia l'esistenza di un legame significativo tra crescita economica e livello di sviluppo finanziario
  - Un maggior affidamento al mercato dei capitali espone l'economia alla volatilità e alla prociclicità che caratterizza i mercati
  - Diversi paesi, incluso il nostro, hanno una preferenza storica per il finanziamento bancario, che non cambierà rapidamente



## Implicazioni sugli intermediari: business model

- Il Green Paper dichiara apertamente l'obiettivo di indirizzare una frazione crescente del risparmio delle famiglie verso il mercato dei capitali piuttosto che verso i depositi bancari
- Naturalmente, se la CMU si realizza così come descritta, le banche non spariranno ma
  - si ridurrà la raccolta diretta
  - cresceranno i servizi di collocamento, advisory, strutturazione di cartolarizzazioni e altri prodotti del mercato dei capitali (investment banking)
- Redistribuzione di potere e redditività verso le aree di attività dell'industria bancaria legate al mercato dei capitali



## Implicazioni sugli intermediari: unbundling dei ruoli

- Dato il ruolo importante rivestito dalle banche nel finanziamento delle imprese, emerge la necessità di valorizzare (o almeno non disperdere) le competenze distintive degli intermediari finanziari
- In particolare il ruolo delle banche nell'origination del credito rimane cruciale
  - Le banche continuano ad essere in una posizione ottima per la valutazione del merito di credito (screening)
- Scomposizione (unbundling) di origination/screening, da un lato, e finanziamento vero e proprio, dall'altro (fidi indiretti?)



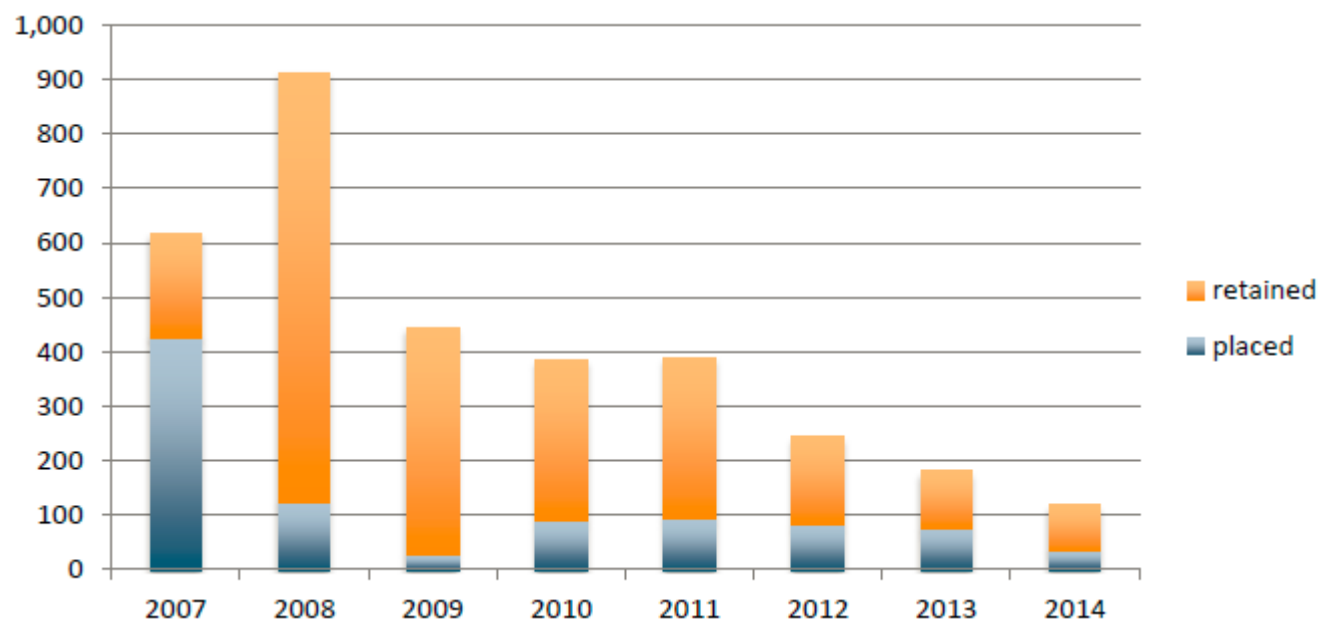
## Il revival delle cartolarizzazioni

- Strumento che offre diversi vantaggi...
  - Diversificazione delle fonti di finanziamento
  - Ripartizione efficiente del rischio (la “chirurgia” delle tranche)
  - Possibilità di liberare l'attivo del bilancio delle banche
- ... ma che ha contribuito alla crisi dei subprime negli USA
  - Modello *originate-to-distribute* e distorsione degli incentivi alla corretta selezione dei prenditori
  - Strumenti complessi e opachi



## Le cartolarizzazioni: emissioni in Europa

➤ Il mercato europeo è crollato dell'88% dal massimo del 2008

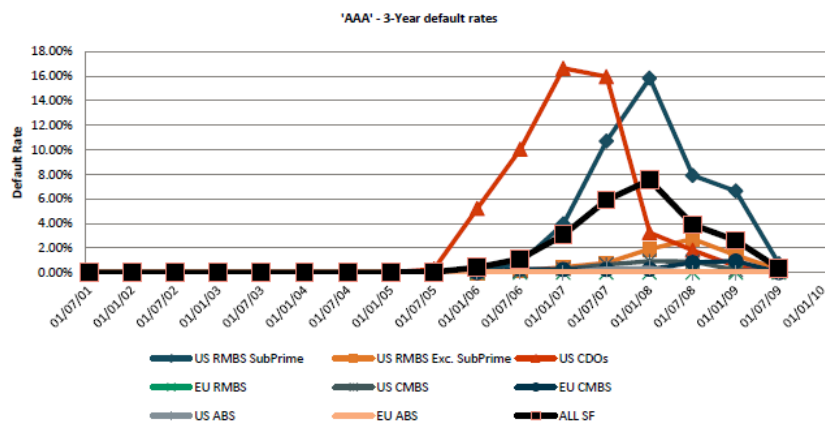


Fonte: EBA (2014)





## Le cartolarizzazioni: tassi di default EU vs USA

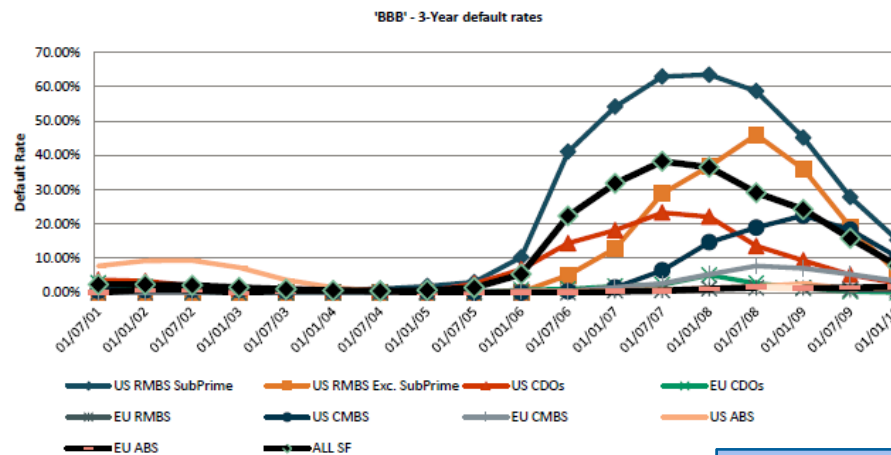


### ➤ AAA

- Negli USA, 16% di default per i *subprime* e 3% per i *prime*
- In Europa, 0,1% di default

### ➤ BBB

- Negli USA, 62% di default per i *subprime* e 46% per i *prime*
- In Europa, 0,2% di default



Fonte: EBA (2014)



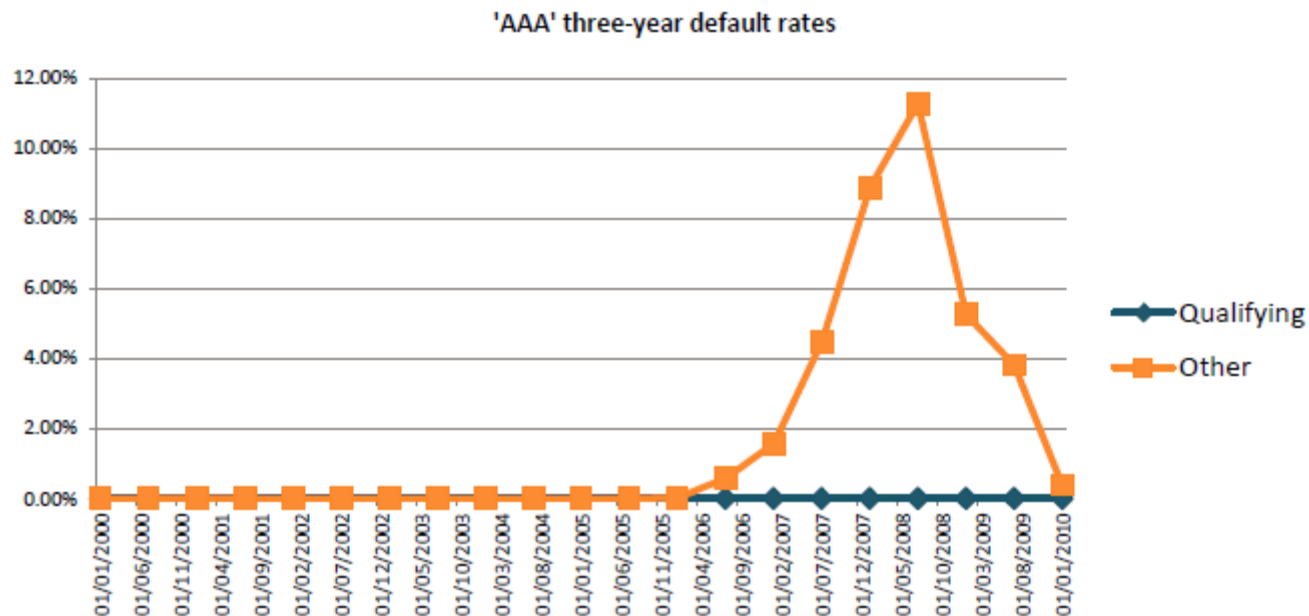
## I principali problemi delle cartolarizzazioni

- Nei confronti dei titoli provenienti da cartolarizzazioni si è creato un clima di sfiducia generalizzata (dai più semplici ai CDO<sup>2</sup>)
  - Ridotta domanda da parte degli investitori
  - Dubbi sull'affidabilità dei rating
- Regolamentazione sui requisiti patrimoniali che non cattura la reale rischiosità del sottostante
  - Trattamento «penalizzante» perché calibrata sulle perdite dei titoli US e basata solo sul rating
- Bassa standardizzazione
  - Costi più elevati sia nella strutturazione che per gli investitori nella fase di selezione



## Probabilità di default e rating di titoli cartolarizzati

➤ A parità di rating AAA il tasso di default di emissioni «qualificate» (risk retention, no CDO) è nettamente inferiore



Fonte: EBA (2014)



## La soluzione europea: le cartolarizzazioni «STS»

- La Commissione ha proposto il 30 settembre 2015, nell'ambito della CMU, un pacchetto regolamentare per
  1. identificare cartolarizzazioni STS (Simple, Transparent and Standardized) → Regolamento «testo unico» sulle cartolarizzazioni e istituzione delle cartolarizzazioni STS
  2. attribuire alle cartolarizzazioni STS uno specifico trattamento prudenziale in termini di requisiti patrimoniali → Modifiche al regolamento 575/2013 (CRR)
- Il Consiglio ha approvato la proposta il 2 dicembre 2015
- Il prossimo passaggio è l'approvazione da parte del Parlamento Europeo



## Le cartolarizzazioni «STS»

### ➤ Semplici

- Soltanto le cartolarizzazioni con vendita effettiva, non cartolarizzazioni sintetiche (cioè via CDS, con l'aggiunta di rischio di controparte e complessità)
- Il sottostante non è un'altra cartolarizzazione

### ➤ Trasparenti

- Dati storici sulla performance statica e dinamica in termini di default e di perdite
- Verifica esterna sull'esattezza dei dati forniti
- Modello di flussi di cassa e informazioni standardizzate



## Le cartolarizzazioni «STS»

### ➤ Standardizzate

- (Obbligo di mantenimento del rischio in capo al cedente – o allo *sponsor* – almeno pari al 5%)
- Attenuazione del rischio di tasso e di cambio
- Tassi di interesse di uso generale (e non formule o derivati complessi)
- Documentazione con contenuto standardizzato



## Nuovo trattamento prudenziale per le cartolarizzazioni

- Nuovo ordine di priorità per il calcolo dei requisiti patrimoniali associati alle esposizioni verso cartolarizzazioni (per evitare il ricorso meccanico ai rating esterni)
  - Metodo basato sui rating interni (SEC-IRBA)
  - Metodo basato sui rating esterni (SEC-ERBA)
  - Metodo standardizzato (SEC-SA)
- Metodo «look-through» secondo cui il fattore massimo di ponderazione è pari alla media dei fattori di ponderazione applicabile alle singole esposizioni (oggi solo se non ha rating)
- Requisito massimo pari a quello in essere in assenza di cartolarizzazione sia per IRBA (anche oggi) che per ERBA e SA



## Conclusioni

- La CMU è un progetto di lungo periodo, una visione
- Maggiore importanza del ruolo dei mercati
  - «Assunzione» di benefici per la crescita derivanti da un maggior affidamento sui mercati rispetto ai sistemi basati sugli intermediari
- Effetti sugli intermediari
  - Aggiustamento del business model, con effetti di lungo termine sull'attività di impiego
  - Separazione del ruolo di origination/screening dal finanziamento
- Effetti sugli investitori
  - Esposizione a rischi maggiore
    - ✓ Se il sistema diventa più basato sui mercati, gli shock saranno subiti dagli investitori...
    - ✓ In un sistema basato sugli intermediari, gli shock sono assorbiti dagli intermediari...





## Conclusioni

- Il ritorno delle cartolarizzazioni: la proposta europea è finalizzata a creare un equilibrio di separazione distinguendo le cartolarizzazioni semplici dalle altre
  - Le cartolarizzazioni «STS»
  - Nuovo trattamento prudenziale per le cartolarizzazioni con minore affidamento sui rating esterni
- Trascurato il tema del mercato secondario
  - Importanza di un flusso di emissioni costante (o comunque prevedibile) e di dimensione minima non marginale
  - Ipotesi di negoziazione di titoli emessi da strutture di secondo livello («ri-cartolarizzazione» o CDO di ABS), ma complessa e con rischi di opacità