

La cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico: implicazioni per i rischi di liquidità e di credito¹

Il forte sviluppo della finanza strutturata nei paesi dell'Asia-Pacifico è attribuibile alla cartolarizzazione dei prestiti al consumo e dei mutui ipotecari, mirata perlopiù alla creazione di liquidità. Relativamente poche sono state invece finora le cartolarizzazioni di debito societario, che hanno tuttavia un grande potenziale inutilizzato per migliorare l'allocazione dei rischi di credito.

Classificazione JEL: G150, G180, G210 e O160

Negli ultimi anni i mercati finanziari dell'Asia-Pacifico sono stati interessati da una crescita significativa della cartolarizzazione di attività interne², basata in larga misura sulla trasformazione di mutui ipotecari e prestiti al consumo, piuttosto che di debito societario. Nei paesi colpiti dalla crisi asiatica del 1997 le normative adottate per consentire la cartolarizzazione sono state talvolta motivate dall'esigenza di affrontare la marea di crediti in sofferenza venutasi a creare dopo la crisi. Sebbene a questo scopo siano state effettivamente realizzate alcune operazioni sul debito delle imprese, la ripresa dalla crisi si è accompagnata all'emergere delle famiglie quale principale categoria di mutuatari, per cui gran parte delle cartolarizzazioni ha avuto per oggetto il debito di questo settore.

In generale, la cartolarizzazione presenta due vantaggi principali. In primo luogo, permette di trasformare attività normalmente illiquide in strumenti caratterizzati da una buona liquidità. In secondo luogo, consente di creare strumenti di elevata qualità creditizia a partire da attività di qualità ridotta. Essendo basata in larga misura su mutui ipotecari e prestiti al consumo, in termini relativi la cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico ha in genere permesso di accrescere la liquidità piuttosto che di riallocare il rischio di credito.

¹ Gli autori sono grati ad Amit Agarawal, Claudio Borio, Kalpesh Gada, Mark Gaw, Rachel Hardee, Frank Lu, Frank Packer, Wit Solberg e Philip Wooldridge per gli utili scambi di vedute e le osservazioni, e a Emir Emiray per l'eccellente assistenza statistica. Le opinioni espresse in questo articolo sono degli autori e non riflettono necessariamente quelle della BRI.

² Ai fini della presente discussione, si definisce "cartolarizzazione interna" la creazione di titoli denominati nella moneta locale e garantiti da portafogli di attività originate localmente. Nella maggior parte dei casi queste emissioni sono destinate principalmente a investitori residenti nello stesso paese in cui avviene l'operazione.

Nella trattazione che segue vengono dapprima illustrate le tecniche fondamentali di cartolarizzazione e descritte brevemente la crescita e la composizione di questo tipo di operazioni nell'Asia-Pacifico. Sono quindi considerate le implicazioni della cartolarizzazione per la liquidità e i rischi di credito dei mutui ipotecari e dei prestiti al consumo da un lato, e dei prestiti alle imprese dall'altro. Lo studio termina con alcune osservazioni conclusive.

Le tecniche di cartolarizzazione

La cartolarizzazione consiste nel raggruppare attività simili in un portafoglio ceduto a un soggetto giuridico indipendente appositamente costituito (società veicolo o *special purpose vehicle*, SPV) e nel trasferire i connessi flussi finanziari ai titoli di nuova creazione emessi dalla SPV. La presenza della società veicolo garantisce che le attività da cartolarizzare siano schermate dal rischio di insolvenza del soggetto cedente (*originator*). Infatti, la struttura è sottratta alle azioni concorsuali a carico di quest'ultimo (*bankruptcy remote*) e il trasferimento delle attività si configura come una vendita a tutti gli effetti³. Ad esempio, per i titoli garantiti da ipoteca (*mortgage-backed security*, MBS) questa struttura garantisce che anche nel caso in cui il prestatore originario dei mutui sottostanti si renda insolvente sul proprio debito i creditori non possano rivalersi sulle attività dell'SPV. In genere i titoli emessi dalla SPV differiscono dalle attività del portafoglio sottostante per vari aspetti, in particolare in termini di liquidità e di rischio di credito. Rispetto alle attività originarie, essi presentano infatti una liquidità maggiore o un rischio di credito inferiore, o entrambi.

La cartolarizzazione trasforma le attività ...

Una prima categoria di cartolarizzazioni è finalizzata soprattutto alla trasformazione di attività solitamente illiquide in strumenti più facilmente negoziabili (titoli garantiti da attività o *asset-backed security*, ABS). In genere le attività cartolarizzate a questo scopo sono principalmente finanziamenti alle famiglie – quali mutui ipotecari, prestiti connessi con carte di credito o finanziamenti per l'acquisto di auto – che, per loro natura, sono generalmente di piccolo ammontare e assai eterogenei. Ciò nonostante, la diversificazione conseguita a livello di portafoglio aumenta la prevedibilità delle perdite. Chi investe in ABS non è pertanto tenuto a comprendere i rischi connessi con i singoli prestiti in portafoglio, ma solo i parametri secondo cui questi sono stati selezionati e la loro performance media basata sull'esperienza storica. Le economie così realizzate in termini di informazioni richieste e il taglio maggiore dei titoli creati contribuiscono a rendere gli ABS più liquidi. Nel caso dei titoli garantiti da ipoteca su immobili residenziali (*residential mortgage-backed security*, RMBS) è possibile che un soggetto terzo fornisca forme di rafforzamento del credito (*credit enhancement*) per accrescerne la qualità, ma in generale la cartolarizzazione del debito delle famiglie è finalizzata a migliorare la liquidità piuttosto che a trasformare il rischio di credito.

... in termini di liquidità ...

³ Cfr. Gorton e Souleles (2005) per una trattazione del ricorso a SPV per ridurre i costi di un fallimento.

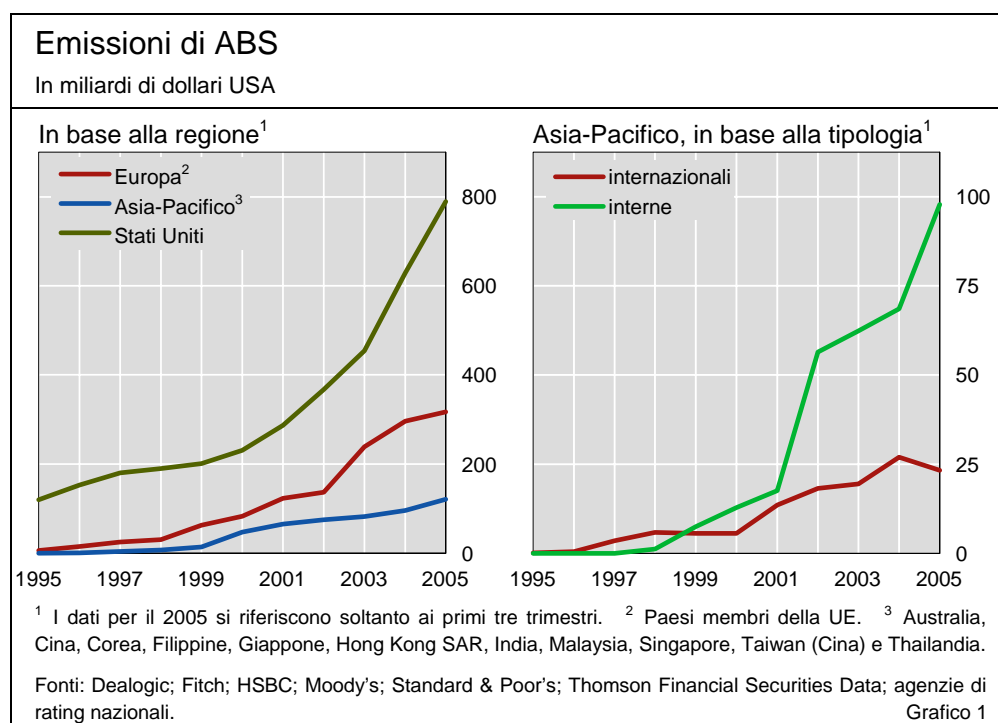
... o di rischio di credito

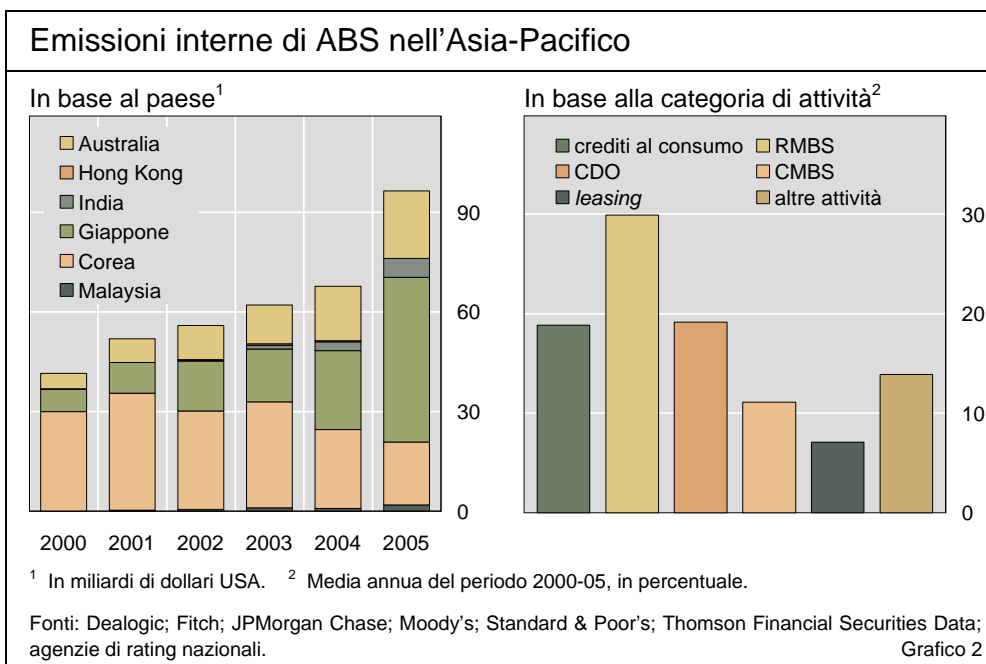
Una seconda categoria di cartolarizzazioni è invece mirata soprattutto a trasformare attività di qualità bassa o media in strumenti finanziari di qualità elevata. Questa trasformazione del rischio è realizzata per mezzo di una struttura di subordinazione in cui vengono create apposite tranche di titoli per assorbire le perdite da insolvenza. Tale struttura può essere specificamente concepita in modo da soddisfare la domanda di livelli diversi di rischio di credito da parte degli investitori. I titoli così creati vengono generalmente denominati *collateralised debt obligation* (CDO). In questo modo sono ad esempio cartolarizzate le obbligazioni societarie già scambiate sul mercato secondario, dando luogo a *collateralised bond obligation* (CBO) la cui liquidità potrebbe pertanto essere anche inferiore a quella delle attività sottostanti. Un altro tipo di attività oggetto di operazioni del genere sono i prestiti bancari alle imprese, che di norma si caratterizzano per un'elevata illiquidità. Nella fattispecie, è probabile che gli strumenti ottenuti dalla cartolarizzazione (*collateralised loan obligation*, CLO) siano più liquidi. Tuttavia, in entrambi i casi delle CLO e delle CBO, le tranche cosiddette "senior" hanno una qualità creditizia superiore a quella del portafoglio sottostante. Ne consegue che le CDO sono finalizzate più alla trasformazione del rischio di credito che al miglioramento della liquidità.

Crescita della cartolarizzazione nell'Asia-Pacifico

Forte crescita dei mercati asiatici

Negli ultimi anni si è assistito a un notevole sviluppo della cartolarizzazione in tutto il mondo. Benché non siano state tanto ingenti quanto quelle di Europa o Stati Uniti, le emissioni di ABS della regione Asia-Pacifico hanno comunque contribuito significativamente alla crescita a livello globale (grafico 1, diagramma di sinistra). In un primo tempo le attività asiatiche erano





cartolarizzate soprattutto per essere cedute all'estero. Dal 1999, tuttavia, tale tendenza si è invertita e la cartolarizzazione nella regione è stata mirata prevalentemente al mercato interno, più che a quello internazionale (grafico 1, diagramma di destra).

All'interno della regione hanno avuto un ruolo predominante le emissioni di ABS di Giappone, Australia e Corea, che rappresentano circa due terzi dei collocamenti complessivi⁴ (grafico 2 e grafico 3, diagramma di sinistra), ma anche Filippine, Hong Kong, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina)⁵ e Thailandia sono all'origine di un flusso costante di attività cartolarizzate. Per contro, i mercati ABS di Cina e Indonesia si trovano ancora in una fase iniziale di sviluppo.

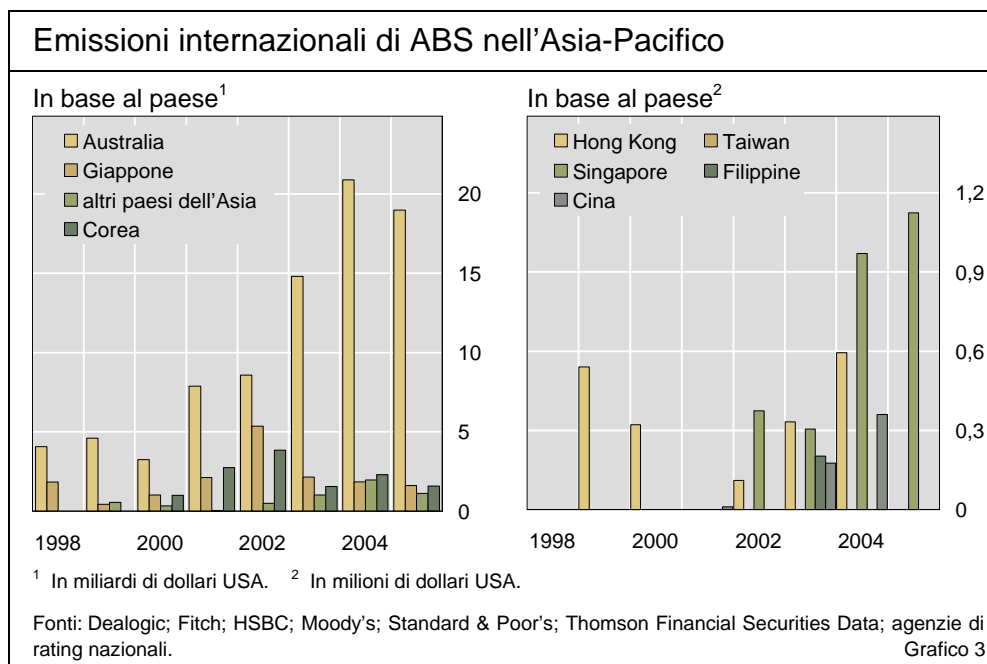
La crisi asiatica del 1997 ha costituito un fattore importante alla base della crescita dell'attività di cartolarizzazione interna, per la quale è stato spesso necessario emanare nuove norme che consentissero la creazione di apposite società veicolo⁶. La crisi aveva infatti dato luogo a volumi ingenti di prestiti in sofferenza, e le autorità hanno ravvisato nella cartolarizzazione una possibile via di uscita da questo problema. All'epoca Australia, Giappone, Hong Kong e Nuova Zelanda disponevano già del quadro di riferimento regolamentare e giuridico necessario, mentre i paesi colpiti dalla crisi ne erano sprovvisti. Pertanto, all'indomani della crisi Corea, Filippine, Malaysia e Thailandia si sono dotate di nuove disposizioni in materia (Deacon, 2004), seguite più tardi da altri

All'origine, il problema delle sofferenze dopo la crisi asiatica

⁴ I collocamenti complessivi comprendono le emissioni sia interne che internazionali. Queste ultime sono definite come cartolarizzazioni di attività interne finalizzate alla creazione di titoli denominati in valuta estera, destinati nella maggior parte dei casi a investitori stranieri.

⁵ Di seguito, Taiwan.

⁶ Sebbene nei paesi di *common law* non occorrono forzatamente nuove leggi per consentire la creazione di SPV, spesso sono necessari nuovi regolamenti.



paesi, come Taiwan (2001) e India (2002). Analogamente a quanto accaduto in altre economie asiatiche, verso la fine del 2005 anche in Cina le autorità hanno emanato regolamenti che consentono alle società di cartolarizzazione di accollarsi i crediti in sofferenza delle banche e delle istituzioni finanziarie pubbliche (Zhang, 2005; cfr. il riquadro).

Considerata la loro diversa origine, non sorprende che lo sviluppo dei mercati asiatici sia stato per certi aspetti diverso da quello dei mercati statunitense ed europeo. Mentre in questi ultimi le prime cartolarizzazioni hanno avuto a oggetto i mutui per l'acquisto di abitazioni e i prestiti connessi con carte di credito, in alcuni mercati asiatici tali attività sono state cartolarizzate solo in un secondo momento. È pur vero che la crescita dei mercati sottostanti dei mutui ipotecari e del credito alle famiglie hanno col tempo comportato una prevalenza di ABS basati su tali attività (grafico 2, diagramma di destra). Tuttavia, all'origine fu la cartolarizzazione dei prestiti in sofferenza a impartire slancio allo sviluppo di mercati significativi di CDO, titoli assistiti da ipoteche su immobili commerciali (*commercial mortgage-backed security*, CMBS) e *leasing* cartolarizzati.

Cartolarizzazione di mutui e prestiti al consumo

Nell'Asia-Pacifico l'importanza relativa delle cartolarizzazioni dei mutui ipotecari e dei crediti al consumo è variata a seconda dei mercati e dei periodi. Le operazioni su attività del primo tipo hanno avuto un ruolo preminente in Australia, nonché a Hong Kong, in Giappone, Corea e Malaysia, dove il loro sviluppo è stato promosso dalla creazione di nuove leggi e agenzie

Espansione soprattutto degli MBS ...

La cartolarizzazione in Cina: primi passi promettenti[Ⓞ]

Guonan Ma

Dopo un decennio di discussioni, esperimenti e mezze misure, lo scorso anno hanno infine fatto il loro debutto in Cina autentiche operazioni di cartolarizzazione, che hanno spianato la strada a un'espansione potenzialmente ingente negli anni a venire. Nel 2005 il governo cinese ha intensificato le iniziative volte a creare il quadro regolamentare necessario alla cartolarizzazione, e le emissioni interne di ABS sono passate da quasi zero a oltre \$2 miliardi (CNY 17 miliardi). In prospettiva, il ritmo di sviluppo del comparto degli ABS dipenderà dall'interazione tra vari importanti fattori che influiscono sui mercati finanziari cinesi.

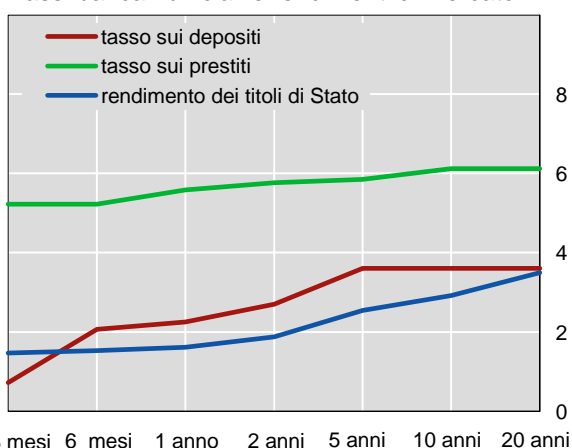
Dalla metà degli anni novanta agli inizi di questo secolo vi erano state soltanto alcune emissioni di ABS facenti capo alla Cina, e in gran parte si trattava di transazioni internazionali od offshore. Si è dovuto attendere il 2003-04 perché due importanti operazioni su prestiti interni in mora creassero i precedenti di una società veicolo nazionale posta al riparo dalle procedure fallimentari e della prima cartolarizzazione interna con autentica cessione dei crediti, senza garanzia del prestatore originario.

Dagli inizi del 2005 le politiche pubbliche e le forze di mercato hanno agito congiuntamente per impartire un'accelerazione allo sviluppo del mercato ABS interno. In primo luogo, le autorità cinesi sono intervenute per coordinare le iniziative di dieci agenzie governative e organi di regolamentazione, dando impulso alla razionalizzazione del frammentato quadro normativo che disciplinava i mercati creditizi. Fra tali iniziative, si segnala in particolare il decreto amministrativo congiunto emesso nell'aprile 2005 dalla banca centrale e dalla commissione di vigilanza bancaria relativamente a schemi pilota per la cartolarizzazione di attivi delle istituzioni finanziarie. In assenza di altre leggi in materia, il decreto istituisce un quadro normativo piuttosto esauriente per il processo di cartolarizzazione. In secondo luogo, per gran parte dello scorso anno i rendimenti obbligazionari sul mercato secondario cinese si sono collocati a livelli inferiori rispetto ai tassi bancari ufficiali attivi e passivi (cfr. grafico), inducendo un maggior numero di mutuatari non finanziari ad attingere direttamente al mercato dei titoli, in alcuni casi tramite cartolarizzazioni.

Di conseguenza, le emissioni di ABS dei primi mesi del 2005 hanno addirittura superato per entità quelle dei precedenti 10 anni. Due emissioni bancarie pilota, una di MBS e l'altra di CLO, ammontavano insieme a quasi \$1 miliardo. I corrispondenti titoli sono attualmente negoziati nel

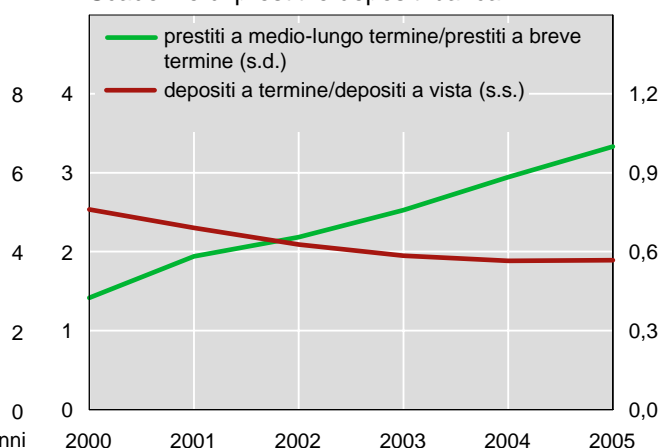
Tassi di interesse e scadenze degli attivi/passivi in Cina

Tassi bancari ufficiali e rendimenti di mercato



Fonti: People's Bank of China; Bloomberg.

Scadenze di prestiti e depositi bancari



[Ⓞ] Il presente riquadro si rifà a Zhang (2005).

mercato obbligazionario interbancario cinese. Due altre emissioni di prestatori originari privati non bancari, assistite però da garanzia bancaria, hanno superato \$1 miliardo. Esse sono state interamente effettuate al di fuori dello schema definito dal decreto summenzionato, e i titoli sono attualmente negoziati nelle due borse valori cinesi.

Sebbene rimangano talune questioni aperte riguardo alle loro strutture, le operazioni cui si è accennato appaiono effettivamente rientrare nella categoria delle cartolarizzazioni e potrebbero anzi essere prese a modello in futuro per altre transazioni interne, agevolando la crescita del nascente mercato ABS cinese. Vi è inoltre la possibilità che esse contribuiscano all'elaborazione di un assetto giuridico maggiormente coerente, necessario per lo sviluppo di tale mercato.

Guardando al futuro, le prospettive del mercato ABS cinese dipendono in parte dall'interazione tra vari importanti fattori. Il primo consiste nella deregolamentazione competitiva fra le autorità, che può essere salutare, ma rischia altresì di pregiudicare la creazione di un quadro regolamentare unificato per i mercati creditizi del paese. Un altro fattore è la capacità dei mutuatari non finanziari di raccogliere fondi tramite i vari strumenti creditizi. Al momento, il credito alle imprese continua a essere fornito principalmente attraverso il canale bancario. Tuttavia, con l'aumentare del numero di imprese non finanziarie con elevato merito di credito in grado di rivolgersi direttamente ai mercati dei titoli creditizi, le banche commerciali vorranno accrescere la propria esposizione in titoli strutturati. Un terzo fattore è rappresentato dai differenti incentivi delle banche cinesi nei riguardi della cartolarizzazione. Mentre i quattro grandi istituti primari beneficiano di liquidità abbondante e di iniezioni di capitale "fresco", e sono pertanto più disposti a investire in ABS, le banche pubbliche e alcuni istituti secondari devono probabilmente far fronte a vincoli patrimoniali più stringenti e a maggiori asimmetrie di scadenza (cfr. grafico), per cui è più facile che siano interessati alla cartolarizzazione dei propri attivi. Il quarto fattore è dato dai cambiamenti regolamentari potenzialmente in grado di accrescere le dimensioni della base di investitori. Fino a epoca assai recente, ai fondi comuni e alle società assicurative cinesi non era consentito investire in prodotti ABS, che sono pertanto stati acquistati quasi esclusivamente da banche commerciali e operatori privati non finanziari. Infine, sebbene in Cina il credito ipotecario sia destinato a espandersi nei prossimi anni, le incertezze di natura giuridica in materia di spossessamento ed esecuzione forzata potrebbero ostacolare lo sviluppo degli MBS quale categoria di attività.

... e dei titoli basati
su crediti al
consumo

governative⁷. In Australia è assai rilevante il comparto degli RMBS, che rappresenta attualmente il 70% di tutte le cartolarizzazioni⁸. Quanto alle operazioni su crediti al consumo, la cartolarizzazione di prestiti collegati a carte di credito ha avuto grande importanza in Corea fino all'ultima parte del 2003 e più di recente in Thailandia, mentre in India il nascente mercato ABS si caratterizza per portafogli più ampi di prestiti al consumo. In quest'ultimo paese la rapida crescita della cartolarizzazione si è basata sui prestiti al consumo a causa della familiarità che gli investitori hanno con questi crediti e delle scadenze brevi delle emissioni frutto della cartolarizzazione⁹. Finora gli MBS in India sono stati ostacolati dalle scadenze relativamente lunghe e dalla modesta liquidità dei mercati secondari, nonché dal fatto che gli investitori hanno una

⁷ Più in generale, vi è stata in tutta la regione una crescita dei titoli collegati a immobili e a mutui ipotecari. Fra gli esempi si possono citare i grandi fondi di investimento immobiliare e le operazioni CMBS di Hong Kong e Singapore.

⁸ Cfr. RBA (2004), nonché Battelino e Chambers (2006) per una trattazione dei fattori che hanno contribuito alla crescita del comparto degli RMBS in Australia.

⁹ Cfr. ICRA (2005), nonché Sharma e Sinha (2006). Fra i prestiti al consumo cartolarizzati figurano quelli per l'acquisto di autoveicoli, i crediti agli studenti, i finanziamenti connessi con carte di credito e i prestiti personali non garantiti.

Struttura di alcune emissioni asiatiche di MBS			
	Corea ¹	Malaysia ²	Hong Kong ³
Totale	KRW 500 miliardi	MYR 1,55 miliardi	HKD 2 miliardi
Numero di prestiti	103 819	61 743 ⁴	2 316
Dimensioni medie dei prestiti	KRW 4,8 milioni	MYR 25 361	HKD 480 072
Tranche senior (%)	95,8	100	100
Emittente	Korean Housing Finance Corporation	Cagamas MBS Berhad	The Hong Kong Mortgage Corporation Limited
Garanzie pubbliche	Sì	Sì	Sì
Attività sottostanti	Ipotecche residenziali	Prestiti abitativi a dipendenti pubblici	Ipotecche residenziali
Agenzie di rating	Nazionali	Nazionali	Internazionali

¹ MBS 2000-2 Trust. ² Cagamas MBS 2004-1. ³ Bauhinia MBS Limited Series 2004-2. ⁴ Al 31 maggio 2005.
Fonte: emittenti indicati. Tabella 1

bassa propensione per il rischio di rimborso anticipato e una scarsa cognizione del medesimo.

Vari fatti stilizzati fanno ritenere che la cartolarizzazione di crediti ipotecari e al consumo nella regione Asia-Pacifico sia stata tendenzialmente finalizzata al miglioramento della liquidità piuttosto che alla trasformazione del rischio di credito. In primo luogo, l'aspetto di maggiore spicco delle operazioni su mutui ipotecari è stata la diversificazione su vasta scala: alcune cartolarizzazioni coreane e malesi, ad esempio, si basavano rispettivamente su portafogli di oltre 100 000 e 60 000 prestiti (tabella 1). In secondo luogo, in gran parte dei casi nelle emissioni create tramite cartolarizzazione di crediti al consumo non erano presenti strutture di subordinazione, ossia tranches con profili di rischio diversi. In terzo luogo, sebbene i governi della regione stiano cercando di promuovere i mercati MBS fornendo rafforzamenti del credito, in molti paesi le agenzie adibite a questo scopo sono soggette a requisiti patrimoniali di appena il 2-3% a fronte delle garanzie fornite. Ciò implica che tali rafforzamenti abbiano un ruolo limitato nell'innalzare la qualità creditizia dei titoli strutturati.

Cartolarizzazione di passività societarie

La cartolarizzazione fornisce un'alternativa per sopperire a una lacuna di fondo del mercato delle obbligazioni societarie in Asia, ossia il divario fra la qualità creditizia ricercata dagli investitori regionali e quella effettiva dei potenziali mutuatari. Nel passato recente le autorità asiatiche hanno cercato di colmare tale divario promuovendo schemi di rafforzamento del credito, che non sempre hanno avuto il successo sperato.

Divario di qualità

I problemi degli schemi di rafforzamento del credito in Asia

In Asia diversi schemi di garanzia locali e regionali hanno fornito varie forme di rafforzamento del credito. La loro creazione è stata motivata dal desiderio di competere con gli assicuratori "monoline" esteri nell'offerta di garanzie per le emissioni asiatiche. Nel 1995 la Banca asiatica di sviluppo, unitamente a varie

Le forme di rafforzamento del credito in Asia

altre istituzioni, creò la prima agenzia multilaterale di garanzia della regione, la Asian Securitisation and Infrastructure Assurance. Tuttavia, la crisi asiatica del 1997 causò gravi perdite sulle esposizioni indonesiane e coreane dell'agenzia, la quale nel gennaio 1998 subì un declassamento di rating al disotto della qualità bancaria, che di fatto condusse alla sua chiusura (Oh e Park, 2003).

Un altro esempio di schemi di rafforzamento del credito con esito critico proviene dalla Corea. Prima del 1997 gli emittenti coreani erano tenuti a ottenere garanzie sui loro prestiti obbligazionari. Ma la crisi del 1997 portò al fallimento di due dei principali fornitori di garanzie, Korea Guarantee Insurance Company e Hankook Fidelity and Surety Company. Da allora, il mercato coreano si è lentamente mosso verso una struttura in cui le emissioni garantite non hanno più un ruolo predominante, il governo è maggiormente orientato alla sorveglianza prudenziale e gli investitori del settore privato negoziano attivamente il rischio di credito.

La finanza strutturata come mezzo per colmare il divario di qualità

I governi della regione stanno cominciando a considerare la cartolarizzazione del debito societario come un mezzo alternativo per colmare il divario fra la domanda di titoli di elevata qualità e il merito di credito relativamente basso di gran parte dei mutuatari regionali. La cartolarizzazione di titoli societari di qualità inferiore può essere strutturata in modo tale da offrire agli investitori tranche di titoli con rating AAA. Ovviamente, strutture di questo tipo sono realizzabili soltanto se vi sono anche investitori disposti ad acquistare le tranche subordinate, compresa la cosiddetta *equity tranche*, che assorbe le prime perdite. In Asia, le tranche di prima perdita sono generalmente assistite da garanzie governative, oppure sono detenute dalla banca sponsor o da una società estera di assicurazione delle obbligazioni¹⁰.

Cartolarizzazione
per le PMI

Un interessante esempio proviene da una recente cartolarizzazione pilota di Singapore, denominata SME CreditAssist, promossa da un'agenzia governativa del paese con l'obiettivo esplicito di fornire alle piccole e medie imprese (PMI) un migliore accesso al finanziamento. I mercati obbligazionari sono infatti rimasti pressoché inaccessibili alle PMI più giovani o di dimensioni ridotte, e i prestiti a queste società sono spesso considerati dalle banche come troppo rischiosi. L'innovazione concettuale del programma di Singapore consiste nell'originare nuovi prestiti conformi a una serie di requisiti prestabiliti, con lo scopo di destinarli alla cartolarizzazione. Sono stati messi in *pool* oltre 400 prestiti alle PMI, per un totale di SGD 102 milioni, e nell'aprile 2006 le varie *note* strutturate a tasso variabile emesse a fronte del portafoglio così creato hanno ricevuto un rating da agenzie internazionali e sono state vendute pubblicamente. La struttura si componeva per più dell'80% di titoli di qualità

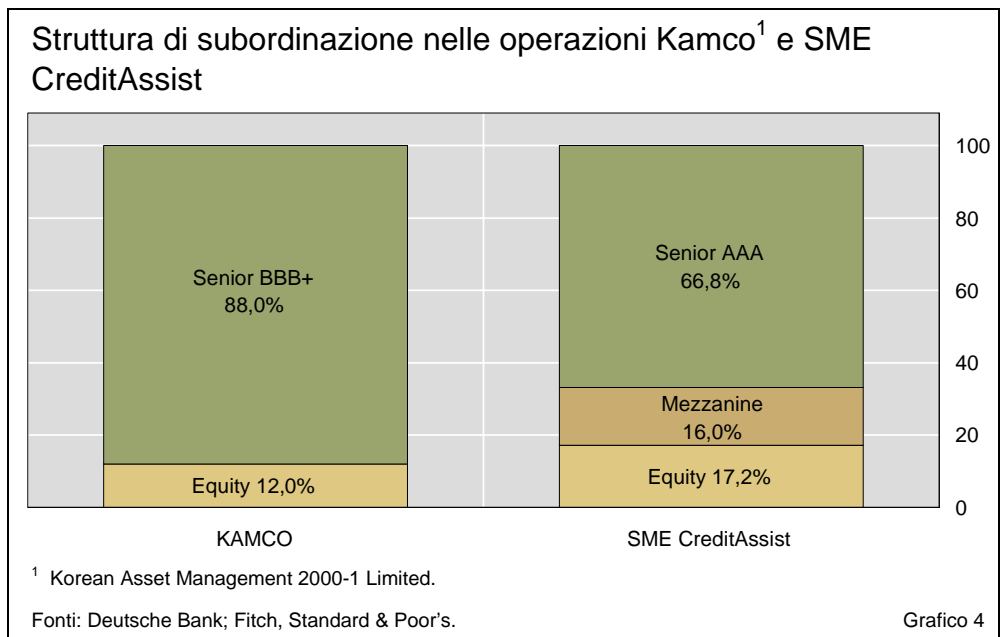
¹⁰ Tale struttura è coerente con l'assunto che tutti gli emittenti sono confrontati a un problema di *moral hazard*. Essi tenderanno a detenere parte o la totalità della tranche di prima perdita o a pagare un rafforzamento del credito per superare una barriera di *moral hazard*. Cfr. DeMarzo e Duffie (1999).

bancaria e per la parte restante di *note* subordinate¹¹. La *equity tranche* è stata in parte acquistata dal governo di Singapore, sicché l'operazione ha di fatto beneficiato di un certo patrocinio pubblico. Resta pertanto ancora da verificare in che misura la cartolarizzazione di prestiti alle PMI avrebbe successo in assenza di un coinvolgimento del governo.

Grado di trasformazione del rischio di credito

Dalle informazioni raccolte presso le agenzie di rating e gli operatori di mercato si evince che in molti casi in Asia potrebbe essere necessario un grado maggiore di trasformazione del rischio di credito, conseguibile attraverso la sovracollateralizzazione, la subordinazione delle tranche e rafforzamenti del credito. A causa della limitata disponibilità di debito societario utilizzabile come garanzia collaterale, le CDO asiatiche sono spesso basate su portafogli di attività di qualità inferiore e meno diversificati rispetto a quelle dei mercati statunitense ed europeo¹². Inoltre, in alcuni paesi asiatici, specie nelle cartolarizzazioni di crediti di dubbio esito, vi è minore certezza su quel che accade al verificarsi di un'inadempienza. Pertanto, per tali cartolarizzazioni è spesso necessario un grado di trasformazione del rischio ancora maggiore, data la mediocre qualità delle attività sottostanti.

La cartolarizzazione trasferisce il rischio di credito



¹¹ La struttura comprendeva 67% di *note* con rating AAA, 7% di AA, 6% di A e 3% di BBB, nonché una *equity tranche* del 17% composta da *note* subordinate. Gli spread applicati si sono collocati fra i 50 (AAA) e i 190 (BBB) punti base rispetto al tasso swap di Singapore. In base a discussioni con DBS Bank of Singapore, nonché a Lu e Redimerio (2006) e Chang e Hardee (2006).

¹² Come evidenziato da Amato e Remolona (2003), la difficoltà di diversificazione del rischio di credito potrebbe costituire un fattore importante per la determinazione del prezzo e la strutturazione del rischio di credito anche in mercati più maturi.

Cartolarizzazioni relative a PMI e a prestiti in sofferenza

L'entità della trasformazione del rischio di credito nelle cartolarizzazioni del debito societario in Asia può essere in parte valutata in base alla struttura di subordinazione delle singole operazioni. Per l'operazione SME CreditAssist, la *equity tranche* era pari al 17%, a indicazione di un grado piuttosto basso di diversificazione delle attività sottostanti rispetto a titoli RMBS (grafico 4). Nella cartolarizzazione delle sofferenze detenute da Kamco, società coreana leader nella gestione patrimoniale, le *equity tranche* si collocavano fra il 10% circa e quasi il 30% (Fun et al., 2004). Malgrado il coinvolgimento significativo della banca di emanazione governativa Korea Development Bank, Kamco detiene integralmente o quasi le *equity tranche* di gran parte delle cartolarizzazioni di prestiti in sofferenza, il che è indicativo dell'elevato rischio residuale presente in queste tranche di prima perdita (Schmidt, 2004).

Osservazioni conclusive

Mercati più completi

Il maggiore ricorso alla cartolarizzazione contribuisce a rendere più completi i mercati finanziari dell'Asia attraverso la creazione di titoli interamente nuovi accolti con favore dagli investitori. In particolare, la cartolarizzazione consente ai mercati di migliorare gli impieghi in due modi. In primo luogo, permette di trasformare impieghi immobilizzati, come i mutui ipotecari e i prestiti al consumo, in strumenti maggiormente liquidi. In secondo luogo, consente ai mercati di colmare il divario esistente fra le attività disponibili, caratterizzate da un elevato rischio di credito, e le preferenze degli investitori per attività a basso rischio. In prospettiva, mercati ABS più maturi, e quindi più attivi e trasparenti, favoriranno probabilmente la coerenza di prezzo nei mercati creditizi, creando un legame fra il *pricing* di portafogli diversificati e quello dei crediti sottostanti. L'impiego della cartolarizzazione potrebbe inoltre fornire opportunità per la condivisione e il trasferimento dei rischi fra i prestatori originari, come le banche.

Questioni sul piano delle politiche

Al tempo stesso, il crescente impiego di tecniche di cartolarizzazione nella regione solleva alcune questioni sul piano delle politiche. La prima attiene alle implicazioni di più lungo periodo del ricorso a garanzie pubbliche dirette o indirette per promuovere i mercati MBS interni. Siffatte garanzie potrebbero avere effetti distorsivi sulla concorrenza e dare luogo a concentrazioni indesiderate del rischio in capo alle agenzie governative per il credito abitativo.

Assegnamento eccessivo sui rating

Una questione analoga concerne le implicazioni potenziali dell'assegnamento fatto sulle valutazioni delle agenzie di rating nazionali nei mercati della finanza strutturata, che fa sentire come meno pressante la necessità di elaborare standard e norme migliori in ambito contabile e informativo. Un'ulteriore sfida in alcuni mercati è la scarsa disponibilità di dati storici di qualità per i prodotti del credito alle famiglie. Sebbene vari paesi siano riusciti a istituire sistemi di informazione sul credito o a potenziare quelli esistenti, nel caso dei mutui ipotecari le statistiche sulle insolvenze e sui rimborsi anticipati rimangono limitate. Infine, man mano che nella regione vengono introdotti strumenti finanziari più complessi, l'onere per le istituzioni responsabili della sorveglianza sui mercati e della vigilanza prudenziale è destinato ad aumentare.

Problemi connessi alla disponibilità di dati

Riferimenti bibliografici

- Amato, J.D. ed E. Remolona (2003): "L'enigma degli spread creditizi", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.
- Battelino, R. e M. Chambers (2006): "An overview of the Australian corporate bond market", in *BIS Papers*, n. 26, "Developing corporate bond markets in Asia", pagg. 45-55, febbraio.
- Chang, C. e R. Hardee (2006): "SME CreditAssist (Singapore) Ltd – Series 1", Fitch Ratings, Structured Finance.
- Deacon, J. (2004): *Global securitisation and CDOs*, Wiley.
- DeMarzo, P. e D. Duffie (1999): "A liquidity-based model of security design", *Econometrica*, 67, pagg. 65-99.
- Fung, B., J. George, S. Hohl e G. Ma (2004): "Public asset management companies in East Asia – a comparative study", *FSI Occasional Paper*, n. 3.
- Gorton, G. e N. Souleles (2005): "Special purpose vehicles and securitization", *NBER Working Papers*, n. 11190.
- ICRA (2005): "Update on Indian structured finance market – robust volume growth during FY 2005", *ICRA Rating Feature*.
- Lu, F. e A. Redimerio (2006): "Presale: SME CreditAssist (Singapore) Ltd.", Standard & Poor's.
- Oh, G. e J. Park (2003): "Developing the Asian bond markets using securitization and credit guarantees", *Korean Institute of Finance Working Paper* n. 2003-04.
- Reserve Bank of Australia (2004): "Asset securitisation in Australia", in *Financial Stability Review*, pagg. 48-56, settembre.
- Schmidt, F. (2004): "Asia's credit markets – from high-yield to high-grade", Wiley.
- Sharma, V.K. e C. Sinha (2006): "The corporate debt market in India", in *BIS Papers*, n. 26, "Developing corporate bond markets in Asia", pagg. 80-87, febbraio.
- Zhang, Z. (2005): "From banks to capital markets: sowing the seeds of securitisation in China", *HSBC Global Research*, novembre.