

Investimenti alternativi. Strumenti adatti solo a investitori qualificati

# La seconda vita delle cartolarizzazioni

Grazie ad una nuova fiscalità (si veda il pezzo a fianco) il mercato italiano delle cartolarizzazioni potrebbe far registrare una maggiore vitalità nei prossimi mesi. Ovviamente, è bene dirlo subito stiamo parlando di uno strumento di investimento che è dedicato solo a investitori qualificati e non al mondo dei piccoli risparmiatori. Non solo per il rischio insito nello strumento, variabile a seconda della seniority (cioè della durata stimata per il recupero del credito) ma anche per i tagli minimi previsti (mai sotto il milione di euro). Tuttavia, per chi può permetterselo, rappresenta un investimento che consente di diversificare perché il rischio e il relativo rendimento dei titoli riflettono il diverso sottostante (mezzanine, junior, senior). Una cartolarizzazione in genere è quell'operazione finanziaria messa in atto da un soggetto (sia esso pubblico o privato) che consiste nella trasformazione di determinate tipologie di attività, presentate a bilancio ed illiquide, in titoli di libera circolazione sui mercati finanziari internazionali. Per esempio i cosiddetti Abs (asset backed securities) sono strumenti finanziari che vengono emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti sia presenti sia futuri e di altre attività sottostanti. Ogni operazione, in virtù del numero di soggetti coinvolti, garanzie incrociate e origine dei crediti, può avere forma e finalità differenti.

Uno degli schemi più semplici è rappresentato da un modello composto da tre soggetti differenti. Il primo è rappresentato da un "generatore" di crediti (originator), cioè un ente che possiede nel proprio portafoglio una massa di crediti; tali crediti possono essere o meno assistiti da garanzia e vengono successivamente

I rendimenti arrivano al 12% su titoli con duration di 6/8 anni

ceduti ad un altro soggetto, di norma creato appositamente, (Spv, Special Purpose Vehicle) che acquirerà i crediti, pagandoli mediante l'incasso che riceverà dall'emissione di una o più tranches di titoli. Dopo l'euforia legata all'avvio dello strumento in cui veniva cartolarizzato di tutto, il settore ha vissuto una forte battuta d'arresto con la grande crisi del 2007/2008 che venne originata proprio dai cosiddetti mutui subprime, impacchettati in Abs e altri titoli tossici. Da qualche mese il setto-

re sembra destinato a presentarsi con un volto nuovo, decisamente più attraente. Diversa le ragioni.

Intanto i sottostanti sono più sicuri: perché dopo l'eccesso di entusiasmo della prima fase oggi gli operatori che originano nuove operazioni di cartolarizzazione, vanno a collocare titoli aventi come sottostante crediti maggiormente monitorati e con previsioni di recupero più aderenti alle attuali condizioni di mercato - spiega Luca Faggella, responsabile della pianificazione in Npl, società specializzata nella creazione di veicoli e nella gestione di crediti in sofferenza sia ipotecari sia chirografari e tra i principali attori del settore nel nostro paese. - In secondo luogo, rispetto al passato c'è un presidio molto stretto e una condizione dell'operazione oggetto di cessione tra originator, service e investitori, le parti coinvolte in una cartolarizzazione. Infine, c'è un'esigenza di sistema: di fronte all'aumentare delle insolvenze da parte dei debitori, la congiuntura di mercato porterà sempre più le banche alla necessità di dismettere sofferenze.

«Questo presenta un'offerta del prodotto stimata, costantemente in crescita, - aggiunge Faggella - ma soprattutto i prezzi dei portafogli scenderanno e a quel punto i prezzi di cessione di portafoglio saranno più bassi». Ma quanto può rendere investire in questa tipologia di titoli? I rendimenti di questi portafogli sono legati alla seniority dei titoli emessi che oscillano per esempio per quelli che hanno una durata di tre anni intorno al 4/6% + il tasso Euribor. I rendimenti possono anche arrivare al 12% se la duration si aggira tra i sei e gli otto anni.

Lucilla Incorvati

lucilla.incorvati@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Cartolarizzazione

● La cartolarizzazione è la cessione di attività o beni di una società definita tecnicamente originator, attraverso l'emissione e il collocamento di titoli obbligazionari. Il credito viene ceduto a terzi, e il rimborso dovrebbe garantire la restituzione del capitale e delle cedole di interessi indicate nell'obbligazione. Se il credito diviene inestigibile, chi compra titoli cartolarizzati perde sia gli interessi che il capitale versato. I beni ceduti sono costituiti da crediti, tuttavia possono essere immobili, strumenti derivati o altro.

INTERVISTA | Vinicio Trombetti | Simmons&Simmons

## I rischi? Sono legati alla tipologia di crediti inseriti nel portafoglio

Perché oggi è più interessante investire in cartolarizzazioni?

Il decreto-legge n. 138, poi convertito in legge, ha stabilito che a partire dal 1° gennaio 2012, agli interessi sui titoli emessi da società di cartolarizzazione (costituite ai sensi della legge 130), si applicherà una aliquota del 20%, indipendentemente dalla durata del titolo, ferme restando le attuali ipotesi di esenzione per investitori esteri residenti in Paesi della cosiddetta "white list". Quindi, con il nuovo anno, sarà possibile emettere titoli di cartolarizzazione anche con una "maturity" inferiore a 18 mesi. Questo dovrebbe garantire maggior flessibilità e consentire, quindi, operazioni più efficienti sotto il profilo dei costi per gli originatori.

Questo cosa comporterà?

Con tali operazioni le banche potrebbero avere a disposizione strumenti finanziari utilizzabili quale "collaterale" per accedere alle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema (che recentemente ha abbassato i relativi tassi).

Ci può ricordare il regime precedente?

Prima gli interessi sui titoli emessi da società italiane di cartolarizzazione erano soggetti ad un'aliquota del 12,5%, per i titoli con maturity di almeno 18 mesi, ovvero ad un'aliquota del 27%, per i titoli con



V. Trombetti, Simmons & Simmons

Da gennaio un nuovo fisco consentirà più efficienza

maturity inferiore a 18 mesi. L'esenzione per investitori esteri residenti in Paesi della cosiddetta "white list", peraltro, operava solo per i titoli con maturity di almeno 18 mesi. Di conseguenza, la maggior parte delle operazioni di cartolarizzazione prevedeva titoli con maturity superiore a 18 mesi. Quindi, durante tale periodo, l'emittente non poteva rimborsare capitale con conseguenti maggiori oneri finanziari. Nel caso di rimborso anticipato prima dei 18 mesi era prevista un'imposta addizionale, a carico dell'emittente, pari al 20% degli interessi corrisposti sull'importo in linea capitale

rimborso prima dei 18 mesi.

Quali rischi ci sono in investimenti di questo tipo?

I rischi connessi ai titoli di cartolarizzazione sono, principalmente, connessi al portafoglio di crediti sottostanti. A questi si aggiunge, il rischio di credito rispetto alle controparti contrattuali dell'operazione. L'elencazione completa dei rischi connessi a ciascuna operazione è indicata nel prospetto informativo predisposto ai sensi della legge 130/1999 (e ai fini della quotazione dei titoli). Si tratta, in ogni caso, di strumenti offerti - nella maggior parte dei casi - solo a investitori istituzionali. E dal 1° gennaio 2010 la Crd 2 ("capital requirements directive 2") impone alle banche che sottoscrivono titoli di cartolarizzazione di verificare che il relativo "originator" (cioè il soggetto che cede i crediti oggetto della cartolarizzazione) abbia assunto l'obbligo di mantenere una porzione del rischio di credito connesso all'operazione (c.d. "interesse economico netto" o "retention", in misura pari almeno al 5%). Inoltre, la banca dovrà effettuare una due diligence circa i rischi connessi all'operazione e, a questi fini, l'originator è tenuto a mettere a disposizione una serie di informazioni sul portafoglio cartolarizzato (disclosure requirements).

LL

© RIPRODUZIONE RISERVATA