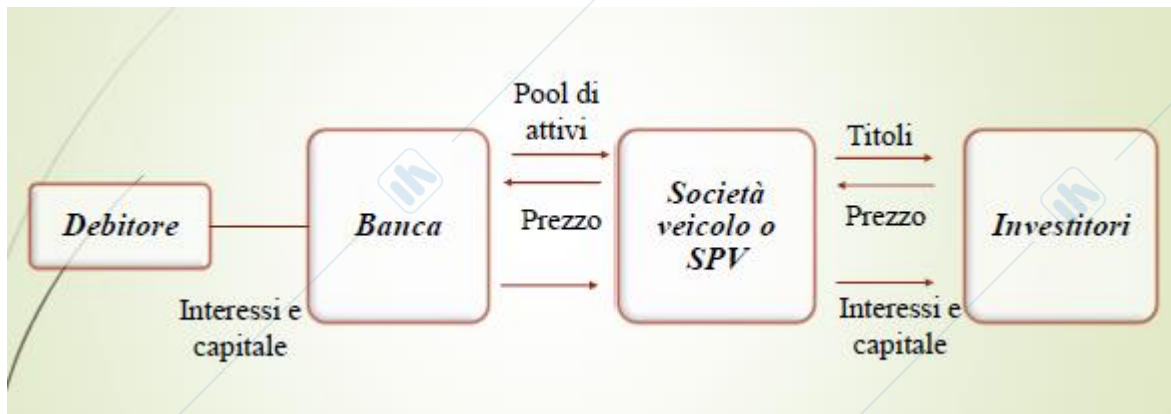


## La cartolarizzazione dei crediti



**Cartolarizzazione** → indica la tecnica con la quale attività illiquide di qualsiasi tipo vengono trasformate in titoli negoziabili sul mercato secondario. → un soggetto (**cedente**), dopo aver selezionato un pool di attivi dal suo portafoglio, li cede ad un altro soggetto (**cessionario**), il quale procede alla loro trasformazione in titoli collocabili sul mercato. → Il cessionario effettua una cessione di titoli definiti **ABS (asset backed securities)**, → strumenti finanziari supportati da attivi che vengono collocati presso gli investitori. Con i proventi derivanti dalla loro vendita, il cessionario sarà in grado di corrispondere al cedente il pagamento degli attivi. → attivi che poi producono nel tempo un flusso di cassa che consentono al cessionario di remunerare i soggetti investitori.

Lo schema base di un'operazione di cartolarizzazione prevede l'esistenza di tre soggetti principali:

- cedente,
- cessionario (che può essere anche rappresentato da una società veicolo)
- **l'investitore.**

Nella realtà però queste operazioni presentano un grado di complessità elevato, prevedendo il coinvolgimento di numerosi soggetti. Le banche possono svolgere diversi ruoli all'interno della cartolarizzazione, ma i vantaggi maggiori che possono a essa derivare si trovano nella situazione in cui la banca decida di porsi nella posizione di cedente.

La cartolarizzazione → migliora le opportunità quali-quantitative di finanziamento dell'impresa cedente pur dovendo tenere conto nell'immediato delle perdite derivanti dalla cessione di crediti ad un prezzo inferiore di quello di bilancio .

### L'oggetto e i rischi dell'operazione

Il **pool di attivi** può contenere:

- **crediti garantiti** → ex. mutui
- **crediti non garantiti** → crediti al consumo, rate di contratti di leasing ...

I **crediti ceduti** possono essere:

- **vivi** → crediti vs clienti che si trovano in una buona situazione economica, finanziaria e patrimoniale;
- **crediti problematici o in sofferenza** → crediti vs clienti che presentano alcuni problemi di rimborso o hanno avuto ritardi nei pagamenti

Il tipo e la qualità dei crediti oggetto delle operazioni di cartolarizzazione condizionano il rischio che tali operazioni rappresentano per il cedente e per l'investitore che li ha acquistati. Solo che il rischio ovviamente è differente.

Per il **cedente**, non sussistono rischi particolari, tranne per quello che → il prezzo al quale avviene la cessione possa risultare a posteriori inferiore al realizzo effettivo del credito una volta avvenuto il suo realizzo. (quindi si tratta al massimo solo di un mancato guadagno).

Dal punto di vista degli **investitori** invece, il rischio è molto più alto, → in quanto si tratterebbe di una perdita, ma anche un rischio finanziario (connesso ai tempi di incasso dei crediti) e un rischio di tasso.

Suddetti rischi potrebbero essere trasferiti apponendo delle *garanzie*, che possono essere:

- **Interne** (se sono offerte dall'originator) → attenuano il rischio di insolvenza e liquidità;
- **Esterne** (offerte da soggetti garanti) → coprono una percentuale del valore di rimborso dei titoli emessi

Le forme di garanzia interna più diffuse sono:

- **l'overcollateralisation** → consiste nella cessione da parte dell'originator (**cedente**) di un volume di attività superiore rispetto a quello necessario ad assicurare la remunerazione dei possessori di titoli **ABS**. Attraverso l'overcollateralisation → si riduce il rischio di incapienza dei flussi generati dal portafoglio di attività cedute, ossia che questi risultino ex post insufficienti a rimborsare gli investitori
- il **credit tranching** → si occupa di segmentare le **ABS** in classi caratterizzate da un diverso grado di privilegio nella distribuzione dei flussi prodotti dagli attivi.  
Le **tranches senior** → vengono remunerate per prime,  
le **tranches junior** → vengono remunerate per ultime.  
L'obiettivo → è quello di assicurare la maggiore riduzione del rischio di mancato rimborso degli investitori che hanno sottoscritto tali titoli.

## La legge 130/1999

i punti cardini della disciplina alla cartolarizzazione sono:

1. Si tratta di un'operazione di cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti che futuri, individuabili anche in pool;
2. Le cessioni devono avvenire a società qualificate, ovvero le società per la cartolarizzazione dei crediti denominate **SPV (special purpose vehicle)**;
3. Le spv sono obbligate a redigere un prospetto informativo;
4. Se i titoli sono offerti al pubblico è necessario ottenere un giudizio di rating;
5. I creditori della società cessionaria non possono rivalersi sui crediti acquistati per l'operazione (pro soluto)
6. Solo i portatori del titolo possono "aggregare" il patrimonio costituito dai titoli stessi;
7. Non è possibile procedere con un'azione revocatoria;
8. Le spv possono emettere titoli senza avere riguardi nei confronti del capitale sociale;
9. L'emissione è sottoposta alle autorizzazioni della CONSOB o della Banca d'Italia.

## Caratteristiche della cartolarizzazione

→ operazione secondo la quale si trasferisce il rischio di credito, ed assume rilevanza nell'ambito della raccolta, la quale si posiziona accanto all'indebitamento e all'utilizzo del capitale proprio come metodo per reperire risorse finanziarie; e anche per quanto riguarda la gestione della liquidità.

È necessario che il **pool di attivi** individuati sia omogeneo e che i crediti abbiano gli stessi requisiti in termini di durata, piano di rimborso e condizioni di tasso. → La qualità degli attivi ceduti deve essere tale da limitare il rischio di credito per i sottoscrittori. Il portafoglio di attività viene segregato rispetto al bilancio della società cedente e rappresenta la principale garanzia per i titoli emessi.

I sottoscrittori subiscono un rischio che è legato alle caratteristiche del portafoglio ceduto, mentre sono immuni dal rischio di insolvenza dell'originator o dalla spv.

Per la società che decide di cedere degli attivi, spesso è per eliminare situazioni problematiche che impegnano di molto la struttura organizzativa ed incrementano la dimensione del patrimonio di vigilanza ai fini del coefficiente di solvibilità e anche per quanto riguarda quelle situazioni che dequalificano l'immagine aziendale. Da là possibilità di migliorare l'**asset liability management (ALM)**, di migliorare la gestione dinamica del rischio di credito.

Il successo dell'operazione dipende dalla capacità di collocare i titoli nel mercato (la società veicolo paga i crediti ceduti dall'originator tramite i proventi dell'emissione). Le attività devono generare flussi di cassa periodici sufficienti a remunerare gli investitori. Di conseguenza, l'originator dovrà provvedere a versare i cash flows derivanti dagli attivi ceduti alla spv in quanto questi rappresentano la remunerazione ai sottoscrittori degli ABS.

## **I soggetti dell'operazione**

Come già anticipato, si tratta di operazioni molto complesse che vedono la partecipazione di un elevato numero di soggetti, tra cui:

- Il cedente (originator)
- Advisor, solitamente rappresentato da uno studio legale o da una primaria banca d'affari, che funge da consulente;
- L'arranger, che è rappresentato da un intermediario finanziario specializzato il quale si occupa di organizzare l'operazione al fine di realizzare gli obiettivi prefissati dall'originator;
- Lo spv iscritto in un elenco speciale previsto dall'art. 107 del TUB;
- Il collocatore, solitamente rappresentato da una banca, che può comprare in proprio i vendere i titoli ad investitori istituzionali o al pubblico;
- Il servicer, ossia la società di servizi specializzata nella gestione del portafoglio oggetto dell'operazione.
- Società di rating, la quale attribuisce un giudizio ai titoli emessi, monitorando continuamente la qualità delle ABS, modificando il proprio giudizio qualora si siano verificate delle modifiche.
- I soggetti garanti, che si offrono di dare garanzie esterne attraverso una copertura percentuale del valore di rimborso dei titoli.

L'operazione di cartolarizzazione potrebbe però portare degli svantaggi → circa l'onerosità e la complessità, dalla prospettiva dell'originator. Spostando la visuale invece su sistema finanziario, nonostante sia un'operazione per trasferire il rischio dalla banca agli investitori, questo non viene eliminato, di conseguenza il rischio si trasferisce agli investitori i quali potrebbero aver acquistato ABS non sicure di remunerazione.

## **LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME**

→ sono prestiti concessi a debitori che presentano una elevata rischiosità in ragione del reddito inadeguato o di altre situazioni legate a fallimento, ad insolvenze passate o a condizioni di precarietà dell'occupazione.  
→ si distinguono dai **mutui prime**, principalmente per l'elevato tasso a cui vengono concessi, a fronte appunto del maggiore rischio assunto, rispetto ai detentori di mutui di più elevata qualità.

In caso di insolvenza dei debitori, le banche procedono con la vendita dell'immobile per rivalersi dell'inadempienza. → i mutui subprime sono stati concessi intorno al 2000, in un periodo in cui i tassi di

interesse erano ad un livello molto basso e le strutture contrattuali prevedevano il pagamento di un **tasso fisso per i primi anni e poi di un tasso variabile**.

La crisi internazionale esplosa nel 2007, nota come **crisi dei subprime**, colloca la sua origine negli Stati Uniti dove, → nel periodo che va dal 1995- 2007 si era verificata una costante espansione del mercato immobiliare, ed in tale contesto, le banche hanno incrementato la concessione di mutui per l'acquisto di immobili, specie attraverso la concessione di mutui subprime.

Tale meccanismo è stato favorevole fin quando l'innalzamento dei tassi di interesse da parte della banca centrale Americana e il contestuale crollo del mercato hanno provocato una forte ondata di insolvenza da parte dei mutuatari, assieme ad una riduzione notevole del valore degli immobili a tal punto da non consentire più alle banche di recuperare i crediti concessi. → Molte banche hanno modificato il proprio modello di business da **originate – to- hold** ad **originate-to-distribute**, secondo il quale le banche erogano prestiti per poi cederli sistematicamente sul mercato prima che giungano a scadenza.

Le banche Americane hanno quindi trasferito il rischio del credito, collocando i titoli presso altre banche o risparmiatori. I mutui subprime sono stati cartolarizzati due volte, prima trasformati in **ABS** e poi successivamente in **CDO (obbligazioni di debito collateralizzato)**. → In questo modo, molti finanziatori si sono trovati nei propri portafogli titoli aventi nessun valore, registrando di conseguenza perdite elevatissime.

Il sistema bancario Americano è basato su un punteggio di credito, che classifica i debitori in una scala compresa tra i **850 pt, 620 pt e i 300 pt**. Coloro che si collocano nella scala di credito dei **620 punti** → sono definiti **debitori subprime**.

La banca titolare dei debiti ad alto rischio come nel caso dei mutui subprime → si tutela cartolarizzandoli e rivendendoli ad investitori istituzionali. In genere l'elevato rischio connesso a questi prodotti è compensato da rendimenti molto superiori alla media. Rimane però un rischio di default che poi passi dalle famiglie, alle banche ed al mercato.