

## LA SECURITIZATION OVVERO LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

Un tipo di operazione finanziaria sviluppatasi inizialmente nei paesi di “common law” ed in particolare nel mercato statunitense intorno alla fine degli anni '70 (la prima cartolarizzazione di attivi creditizi è stata realizzata negli USA da “Bank of America” nel 1977 su un portafoglio di mutui immobiliari), introdotta e tipizzata in Italia con la legge 30 aprile 1999 n. 130, consiste, secondo la definizione fornita dall'ABI in una “tecnica finanziaria mediante la quale flussi di cassa derivanti da impieghi creditizi (mutui o altre classi di attivo predeterminate) vengono selezionati e aggregati al fine di costituire supporto finanziario e garanzia di titoli (*asset backed securities*) rappresentativi di tali crediti, collocati nel mercato dei capitali”.

Le operazioni di securitization, a causa della molteplicità delle forme che possono assumere, non si prestano ad una definizione univoca. Volendo tentare una definizione schematica si può affermare che la cartolarizzazione è lo strumento attraverso il quale attività finanziarie non liquide sono convertite in titoli negoziabili sul mercato dei capitali; essa consente alle aziende di raccogliere risorse finanziarie sui mercati mobiliari a fronte della cessione di attivi di cui sono titolari e rappresenta una valida alternativa alle modalità di raccolta tradizionali.

L'operazione in questione mira allo smobilizzo di crediti, di cui sia titolare una banca, un intermediario finanziario, un ente pubblico o altra impresa (*originator*), attraverso la loro cessione a un soggetto, il cessionario (*special purpose vehicle*), il quale provvede alla cartolarizzazione dei crediti acquistati, emettendo titoli rappresentativi degli stessi e collocandoli sul mercato dei capitali.

L'idea innovativa di tale operazione consiste nel fatto che l'acquisto dei crediti ceduti viene finanziato mediante l'emissione dei titoli che saranno immessi sul mercato e circoleranno come qualsiasi altro strumento finanziario; ciò caratterizza le operazioni di cartolarizzazione **quali innovativi strumenti di raccolta** e, al contempo, le stesse arricchiscono la gamma di scelta tra prodotti concorrenti, degli investitori, istituzionali o meno, .

*I soggetti potenzialmente interessati ad un'operazione di securitization sono istituti di credito, istituzioni finanziarie, enti pubblici titolari di attivi creditizi (asset), esistenti o anche futuri, con una vita residua medio-lunga, caratterizzati da piani di rimborso chiari e definiti. Nella individuazione degli asset da cartolarizzare occorre tener presente che questi devono essere adatti a produrre i flussi di cassa per il pagamento degli interessi ed il rimborso dei titoli emessi.*

\* \* \* \* \*

Come si è detto, l'ordinamento italiano ha recepito la cartolarizzazione dei crediti, con una disciplina generale ed organica, solo nell'aprile 1999 con la legge n. 130/99 recante “Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti”. Tale normativa si presenta

del tutto opportuna perché da un lato consente l'adeguamento agli altri paesi finanziariamente più evoluti e dall'altro consente di liberare risorse economiche e favorire lo sviluppo.

*La struttura di un'operazione di cartolarizzazione, di per sé altamente complessa in quanto caratterizzata dalla presenza di più negozi giuridici tra loro collegati, può essere assai sinteticamente riassunta, quanto al modello sviluppatosi in Italia, nel seguente schema:*

1. *un soggetto (originator) cede crediti o altre attività finanziarie negoziabili ad una società (special purpose vehicle - spv);*
2. *l'spv emette titoli da collocarsi presso gli investitori, professionali e non;*
3. *il pagamento dei titoli emessi viene assicurato, esclusivamente, dai flussi di cassa prodotti dalle attività oggetto della cessione.*

*Negli anni 1999-2001, hanno svolto un ruolo di "pionieri" nell'utilizzo di tale strumento finanziario gli istituti di credito, anche grazie alle agevolazioni fiscali concesse alle operazioni compiute entro i due anni successivi all'entrata in vigore della legge (ciò che in primo luogo ha determinato il realizzo di una serie di operazioni aventi a oggetto lo smobilizzo dei c.d. crediti problematici).*

*Oggi il ricorso a questa tecnica finanziaria si è molto diffuso interessando sempre più vaste categorie di attivi creditizi (mutui fondiari, crediti al consumo, carte di credito e più in generale qualsiasi credito o attività finanziaria produttivi di flussi di cassa periodici) fino ad essere stata utilizzata anche in ambito "pubblico" per la valorizzazione dei patrimoni immobiliari degli Enti locali e dello Stato, consentendo la costituzione, anche attraverso soggetti terzi, di più società a responsabilità limitata con capitale iniziale di 10 mila euro, aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari ("Finanziaria 2003"). In tale ambito, la cartolarizzazione dei flussi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare rappresenta, quindi, una soluzione ottimale che consente di massimizzare il ricavato della cessione mettendo immediatamente a loro disposizione somme certe da destinare ad azioni prioritarie.*

\* \* \* \* \*

Occorre da ultimo tener presente che tali operazioni sono molto costose a causa dell'elevato numero di partecipanti, pur sempre determinato dal tipo di operazione posta in essere (*originator, spv, credit enhancer, merchant bank, liquidity provider, rating agency, servicer, sponsor, swap provider*), nonché dall'elevato numero di transazioni da effettuare, dall'elevato sforzo organizzativo e dalla necessità del ricorso all'intervento di intermediari specializzati e di professionisti.

### Breve glossario

**CARTOLARIZZAZIONE:** termine usato per definire la cessione, soprattutto da parte di istituti di credito, di crediti iscritti a bilancio a società-veicolo perché li immettessero sul mercato come titoli negoziabili. Di recente il termine viene comunemente usato, soprattutto in ambito giornalistico, per indicare la cessione da parte dello Stato di beni mobili ed immobili nella forma di titoli negoziabili.

**ASSET BACKED SECURITIES:** titoli rappresentativi dei crediti cartolarizzati.

**CREDIT ENHANCER:** garanzia aggiuntiva, oltre il portafoglio dei crediti ceduti (che costituisce patrimonio separato sul quale possono soddisfarsi solamente i portatori degli assets), che assiste il rischio d'insolvenza dei creditori ceduti. E' solitamente prestata da un soggetto terzo rispetto al cedente (cd. originator) ed al cessionario (spv). La funzione essenziale consiste nell'aumentare il rating rendendo più appetibile l'operazione di collocazione dei valori mobiliari.

**MERCHANT BANK:** fornisce la consulenza per la costruzione dell'operazione e si occupa del classamento dei titoli.

**LIQUIDITY PROVIDER:** anticipa al cessionario la liquidità necessaria per il pagamento puntuale dei flussi necessari a fronteggiare le scadenze dei titoli (abs) nel caso in cui vi siano ritardi negli incassi dei flussi finanziari relativi al portafoglio crediti.

**ORIGINATOR:** impresa titolare dei crediti ceduti/smobilizzati.

**RATING AGENCY:** società specializzate che esprimono valutazioni sulle capacità di un'emittente di adempiere puntualmente al pagamento del capitale e degli interessi relativi ad una emissione di titoli di debito.

**SECURITIES:** titoli mobiliari non necessariamente garantiti.

**SERVICER:** società incaricata della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e più in generale dell'attività di gestione (legale, amministrativa, contabile, ecc.) legata ai crediti ceduti. Tali società sono soggette a valutazione sull'efficienza della loro azione (rating). L'attività di servicer deve essere svolta "da banche o da intermediari finanziari iscritti all'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario....." (art. 2 comma 6 L. 130/99).

**SPECIAL PURPOSE VEICHL:** impresa cessionaria dei crediti il cui unico scopo (espressamente previsto dalla L. 130/99) è quello di acquistare i crediti e reperire i mezzi finanziari per pagarli attraverso l'emissione degli assets. L'oggetto sociale esclusivo di questa società consiste nell'effettuare operazioni di securitization.

**SPONSOR:** fornisce il proprio ausilio nella quotazione dei titoli (abs) in un mercato regolamentato.

**SWAP PROVIDER:** fornisce all'spv le opzioni che consentono a quest'ultimo di proteggersi dai rischi di variazione dei tassi di interesse e di cambio.

**TRUSTEE:** soggetto che rappresenta i portatori dei titoli e garantisce il corretto comportamento dell'spv emittente attraverso la possibilità di effettuare dei controlli e dare direttive, nonché, in alcuni casi, di sostituirsi al servicer.

