

# ***LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE***

**Tra opportunità di investimento individuale  
ed efficienza del mercato finanziario**

# Cessione di crediti



## Vantaggi per l'Originator

- cancella dal bilancio i crediti in sofferenza ceduti
- trasferisce il rischio insito nei crediti in sofferenza
  - ottiene liquidità
- aumenta la propria capacità di finanziare nuovi investimenti e concedere altri prestiti

## Vantaggi di una SPV

- per suo tramite viene creato un nuovo strumento finanziario pronto per essere collocato sul mercato
- si finanzia mediante l'emissione di titoli sul mercato
- i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono un patrimonio separato sia rispetto a quello della cessionaria, sia rispetto a quello relativo alle altre operazioni
  - non è soggetta al rischio di fallimento

## Vantaggi per gli investitori

- possono investire su un nuovo strumento finanziario
- su di loro grava solo il rischio insito in un'operazione che ha per oggetto crediti
- guadagnano in base al ricavo effettivo derivante dai pagamenti provenienti dalla massa di debitori ceduti
- possono disinvestire e reinvestire nel breve periodo grazie al cash flow ed al business plan

## LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE TRA OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO INDIVIDUALE ED EFFICIENZA DEL MERCATO FINANZIARIO

La cartolarizzazione, o securization, è uno strumento finanziario nato negli Stati Uniti verso la fine degli anni '70, e giunto in Italia al termine degli anni '90, venendo qui regolato dalla L. n. 130/1999, e successive modifiche, la quale stabilisce nello specifico le modalità di fruizione dello stesso, nonché i requisiti dei partecipanti e dei crediti.

Con il passare del tempo le operazioni di cartolarizzazione sono state utilizzate con sempre maggior frequenza da parte delle banche, rimanendo tuttavia oscure al grande pubblico, o perlomeno a chi non è specializzato in ambito bancario.

Ma cosa si intende per società di cartolarizzazione?

Le società di cartolarizzazione, o società veicolo, o ancora Special Purpose Vehicle (abbreviato SPV), sono società appositamente costituite per trasformare, o meglio veicolare, strumenti finanziari non trasferibili, ceduti da terzi, in strumenti trasferibili e negoziabili.

La cartolarizzazione, infatti, consiste nella cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco, da una originator (generalmente una banca) ad una società veicolo creata ad hoc, a fronte dell'emissione da parte di quest'ultima di titoli obbligazionari che rappresentano i portafogli oggetto di cessione e che vengono collocati sul mercato, presso il pubblico degli investitori.

Un terzo soggetto, non necessario ma che può eventualmente essere presente, è un'altra società distinta, detta servicer, di cui la società veicolo può decidere di avvalersi per essere coadiuvata nelle attività di riscossione dei crediti.

Una volta individuato e poi trasferito un pacchetto di crediti in sofferenza ad una SPV, l'originator può cancellarli dal bilancio, trasferendo sugli investitori il rischio insito in essi, ed ottenere liquidità immediata, tornando in possesso di capitali ed aumentando nuovamente la propria capacità di finanziare ulteriori investimenti e concedere altri prestiti.

Contemporaneamente viene creato un nuovo strumento finanziario pronto per essere collocato sul mercato.

La cessione può avvenire pro solvendo oppure pro soluto.

Nella prima ipotesi la liberazione della cedente si verificherebbe solo qualora la cessionaria ottenesse il pagamento dal debitore ceduto.

Generalmente però risulta una diversa volontà delle parti, ossia una cessione pro soluto, nel senso che la cessionaria libera senz'altro la cedente dall'obbligo che quest'ultima aveva nei suoi confronti, accollandosi l'intero rischio dell'insolvenza del debitore ceduto. È evidente che in tal caso l'originator non offre alcuna garanzia in merito alla possibilità che i debitori possano o meno corrispondere il dovuto, e pertanto l'intero rischio viene di fatto trasferito sugli investitori.

Ma chi paga il prezzo della cessione di un portafoglio di crediti?

L'emissione dei titoli sul mercato è il mezzo che la SPV utilizza per acquistare i crediti; le obbligazioni sottoscritte dagli investitori con liquidità sono strutturate in tranches in modo che il rischio correlato alle stesse venga adeguatamente distribuito.

Gli investitori guadagneranno o andranno in perdita in base al ricavo effettivo derivante dai pagamenti provenienti dalla massa di debitori ceduti.

Dal momento in cui la società di cartolarizzazione viene iscritta nel registro delle imprese, i crediti relativi a ciascuna operazione di cessione costituiscono un patrimonio separato a tutti gli effetti sia rispetto a quello della cessionaria, sia rispetto a quello relativo alle altre operazioni. Infatti, nel caso in cui la stessa società realizzi più operazioni di securitization, i proventi di ciascun blocco di crediti sarà indipendente rispetto all'altro.

Ciò significa che i crediti sono destinati esclusivamente al soddisfacimento dei diritti dei soggetti a cui vantaggio la destinazione è effettuata, ossia i portatori dei titoli.

Su tale patrimonio, quindi, sono ammesse solo azioni a tutela dei diritti dei creditori a cui vantaggio lo stesso è destinato, e delle obbligazioni nei confronti di tali soggetti la SPV risponde esclusivamente nei limiti del patrimonio medesimo (a meno che la delibera non disponga diversamente).

Ulteriore particolarità della società veicolo è che, avendo essa un oggetto sociale limitato, non è soggetta al rischio di fallimento e non è giuridicamente ancorata alle vicende economiche dell'originator.

Ciò comporta che sugli investitori che acquistano i titoli emessi dalla società cessionaria grava solo il rischio insito in un'operazione che ha ad oggetto crediti (in quanto questi, per definizione, possono andare insoluti) e non anche il pericolo dell'eventuale dissesto della cedente, rimanendo così al riparo dal rischio imprenditoriale naturalmente connesso all'attività di quest'ultima.

In aggiunta, occorre evidenziare che sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, a fronte della cessione da parte delle banche di crediti in sofferenza ad una SPV, lo Stato, in conformità a decisioni della Commissione Europea, può concedere delle garanzie dette GACS (garanzie sulla cartolarizzazione delle sofferenze).

Si tratta di garanzie incondizionate, irrevocabili e a prima richiesta, che garantiscono i detentori di titoli senior nel caso di mancato pagamento di capitale ed interessi nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione.

Infine, guardando l'operazione di cartolarizzazione dal punto di vista degli investitori, si può senz'altro rilevare come il loro interesse venga soddisfatto mediante la possibilità di disinvestire e reinvestire nel breve periodo grazie al cash flow (o variazione di cassa, locuzione che indica le variazioni di liquidità in positivo e in negativo in un determinato periodo di tempo per effetto della gestione) determinato dall'attività del loan manager, gestore del

portafoglio. Quest'ultimo, infatti, vede fra i propri compiti proprio quello di saper prevedere quali saranno gli incassi derivanti dalle singole posizioni sia in senso quantitativo che temporale, effettuando previsioni precise e puntuali sia nel breve che nel lungo periodo e permettendo in tal modo agli investitori di avere un business plan chiaro ed affidabile.

