

Laura Pellegrini
Dottoranda di ricerca in
«Politica Economica:
modelli quantitativi per la
Politica Economica»
nell'Università Cattolica
(sede di Piacenza)

Cartolarizzazione

Alcune categorie di soggetti operanti sui mercati finanziari — in modo preponderante gli istituti di credito, ma non solo —, per le esigenze di una equilibrata ed efficiente gestione si trovano in modo ricorrente di fronte all'esigenza di un pronto smobilizzo di alcune attività detenute in portafoglio, ad esempio tipologie particolari di crediti. Questo allo scopo di mantenere una certa soglia di liquidità oppure di procedere a investimenti alternativi, alla ricerca di una migliore composizione del proprio portafoglio, di una equilibrata gestione del rischio e di una maggiore redditività. A tale esigenza si può rispondere — come effettivamente accade in misura crescente in anni recenti — ricorrendo allo strumento della cartolarizzazione (in inglese: *securitization*).

Secondo la definizione fornita dall'ABI (Associazione Bancaria Italiana), per «cartolarizzazione» si intende una «tecnica finanziaria consistente nella “trasformazione” di crediti in titoli da destinare alla circolazione». Etimologicamente, infatti, il termine deriva dall'aggettivo «cartolare» o «cartolario», che definisce un diritto intrinsecamente legato a un documento, che è condizione necessaria e sufficiente per l'esercizio del diritto stesso. Si tratta della caratteristica specifica dei

valori mobiliari, azionari od obbligazionari, che, appunto, costituiscono il «titolo» — di qui il loro nome — per l'esercizio di specifici diritti patrimoniali disciplinati dalla legge e che, proprio per questa caratteristica, si prestano a essere negoziati sui mercati borsistici, a differenza dei diritti fondati su contratti (ad esempio il mutuo o la locazione) o su obblighi di legge (ad esempio i crediti previdenziali). L'effetto della cartolarizzazione è proprio la trasformazione di crediti non cartolari in crediti cartolari, cioè incorporati in titoli negoziabili.

Origine e crescente diffusione

Lo strumento della cartolarizzazione si è sviluppato inizialmente nei Paesi anglosassoni, in particolare nel mercato statunitense, alla fine degli anni '70: la prima operazione di cartolarizzazione di attivi creditizi fu realizzata negli USA dalla Bank of America nel 1977 su un portafoglio di mutui immobiliari. Diffusosi nel mercato europeo verso la fine gli anni '80, è stato introdotto nel contesto italiano con la *Legge 30 aprile 1999, n. 130, Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*. Nel triennio 1999-2001 vi hanno fatto ricorso in particolare gli istituti di credito, anche grazie alle agevolazioni fiscali con-

cesse ad alcune tipologie di operazioni compiute entro i due anni dall'entrata in vigore della legge.

Con la *Legge 5 novembre, n. 402, Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 6 settembre 1999, n. 308, recante disposizioni urgenti in materia di cessione e cartolarizzazione dei crediti INPS, nonché di società per la gestione dei rimborsi*, la possibilità di ricorrere a operazioni di cartolarizzazione è stata estesa anche all'INPS; successivamente, con l'art. 102 della legge finanziaria per il 2001, tale opportunità è stata estesa a tutti i titolari di crediti previdenziali — non solo l'INPS, ma anche gli altri Enti previdenziali e lo Stato — e si sono resi oggetto di possibile cartolarizzazione anche i crediti tributari. Negli anni successivi il Tesoro ha fatto abbondantemente ricorso a tale strumento, in forme che talvolta hanno suscitato critiche da parte delle autorità europee di vigilanza sui bilanci pubblici; infatti alcune operazioni di cartolarizzazione, rimanendo a carico dello Stato la garanzia del servizio dei prestiti da esse originati, rappresentavano una riduzione solo apparente del debito pubblico. Con la *Legge 23 novembre 2001, n. 410, Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 25 settembre 2001, n. 351, recante disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*, si è fatto ricorso alla cartolarizzazione anche come strumento per la cessione del patrimonio immobiliare dello Stato.

Aspetti tecnici

Le operazioni di cartolarizzazione, a causa della molteplicità e complessità delle forme concretamente assunte, possono essere distinte in due principali:

a) cessione *pro soluto* (con garanzia) in blocco e a titolo oneroso — ad opera di banche, intermediari finanziari o altre imprese — di crediti esistenti o futuri ovvero di altre attività finanziarie «non negoziabili» capaci di generare flussi di cassa pluriennali, a favore di un intermediario finanziario, il quale provvede direttamente o tramite una terza società a «trasformarli» in titoli di credito negoziabili, tramite collocamento pubblico o privato;

b) selezione e aggregazione di flussi di cassa derivanti da impieghi creditizi al fine di costituire supporto finanziario e garanzia di titoli rappresentativi di tali crediti, collocati nel mercato dei capitali.

La struttura delle operazioni di cartolarizzazione, altamente complessa in quanto caratterizzata dalla presenza di più negozi giuridici tra loro collegati, può essere riassunta, in riferimento a quanto previsto dalla legislazione italiana, nel seguente schema. La prima fase vede protagonista un soggetto (detto «*originator*»), che detiene una quantità elevata di crediti in grado di generare flussi di cassa pluriennali, di taglio modesto e uniformi dal punto di vista tecnico (rispetto cioè a grado di rischio, scadenza, importo, ecc.), e li aggrega in un portafoglio. Esso viene ceduto a una apposita «società veicolo» (o, utilizzando la terminologia anglosassone, *Special Purpose Vehicle* – SPV), il cui oggetto esclusivo è la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. La società veicolo si tutela contro l'insolvenza dei debitori originari attraverso garanzie fornite da terzi o dal cedente e, quale ultimo passo, finanzia l'acquisto del portafoglio crediti attraverso un'emissione obbligazionaria il cui servizio (pagamento degli interessi e rimborso del capitale) sarà sostenuto ricorrendo ai flussi di cassa provenienti dal portafoglio crediti acquisito.

In particolare, la norma prescrive la destinazione in via esclusiva di tali flussi, da parte della società veicolo, al servizio del relativo prestito obbligazionario e al pagamento dei costi dell'operazione. In sostanza, agisce qui un principio di separazione patrimoniale: «I crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi» (Legge n. 130/99, art. 3, c. 2).

Le attività oggetto di cessione all'interno di una operazione di cartolarizzazione possono essere di varia natura: mutui ipotecari, crediti risultanti dall'utilizzo di carte di credito, canoni di locazione, prestiti per il credito al consumo, crediti in sofferenza, crediti concessi a Enti locali o al Tesoro, attività già esistenti o future. Devono inoltre avere determinate caratteristiche quali una vita residua lunga, un piano di rimborso chiaro e definito e, considerati singolarmente, un'entità modesta.

Opportunità e rischi

La complessità tecnica dello strumento è indubbiamente bilanciata, fortunatamente, dai non pochi vantaggi che il suo utilizzo comporta. Uno dei principali consiste nella possibilità, per le imprese che vi ricorrono, di raccogliere risorse finanziarie a costo inferiore rispetto ai finanziamenti bancari e obbligazionari. Tale opportunità assume una notevole importanza soprattutto di fronte a esigenze di ristrutturazione (ad esempio dopo operazioni di acquisizione e fusione), in seguito a mutamenti strategici o quando vi è una scarsa disponibilità di credito.

Anche società in condizioni finanziarie non squilibrate, con obiettivi di crescita o con necessità di approntare una struttura finanziaria più efficiente, possono trarre vantaggio dalla cartolarizzazione degli attivi patrimoniali. Tra i vantaggi diretti dell'operazione si possono annoverare: un sensibile miglioramento della liquidità aziendale, con la conseguente possibilità di ridurre l'indebitamento; il miglioramento degli indici di bilancio e conseguentemente del *rating* aziendale (valutazione dell'impresa da parte delle apposite agenzie); una riduzione del costo del capitale mediante finanziamento a tassi competitivi; una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento; una riduzione del rischio commerciale e dell'impatto dei crediti di dubbia esigibilità; l'aumento di valore per gli azionisti; alcuni benefici fiscali.

Il ricorso alla cartolarizzazione permette anche l'ottenimento di alcuni benefici «indiretti», quali, ad esempio: una maggiore visibilità aziendale sul mercato finanziario, il c. d. «ritorno di immagine». Infatti, in virtù delle ristrutturazioni di bilancio e dei successi ottenuti da un attento impiego della liquidità liberatasi, l'impresa potrebbe migliorare l'opinione che di essa nutrono il mercato e, più in generale, tutti i soggetti con cui entra in rapporto. Tali benefici consentirebbero un accesso più semplice ad altre fonti di finanziamento e faciliterebbero l'eventuale quotazione in Borsa. Inoltre, l'operazione può costituire anche un valido strumento per la riduzione dei rischi dell'impresa.

Il peso dei notevoli vantaggi nell'applicazione di tale strumento non deve però abbagliare e distogliere l'attenzione da alcuni significativi aspetti critici. In primo luogo, si deve tenere in debita con-

siderazione la rilevanza dei costi connessi a una operazione di cartolarizzazione, quali le numerose commissioni a carico — legate all'elevato numero di intermediari e professionisti specializzati e costosi coinvolti — o lo sforzo organizzativo conseguente alle molte transazioni da effettuare. In secondo luogo, si deve ricordare il rischio che lo strumento venga utilizzato principalmente per smobilizzare i crediti di migliore qualità, più graditi agli investitori, con il conseguente peggioramento della qualità dei crediti che restano in portafoglio all'impresa e quindi con l'aumento del rischio complessivo gravante su di essa. Inoltre, occorre considerare i rischi e i costi legati alla situazione normativa, economica e culturale del Paese in cui si opera: insufficiente liquidità del mercato su cui si intendono collocare i titoli (è il caso anche dell'Italia, in cui il mercato dei titoli derivanti da cartolarizzazione non è ancora sufficientemente sviluppato); costo delle garanzie con cui assistere l'operazione per renderla più remunerativa; incertezze interpretative sulle norme che la disciplinano; scorretto utilizzo della cartolarizzazione da parte del *management* aziendale, che potrebbe rendere la gestione aziendale meno prudente.

Per saperne di più

BREALEY R. A. – MYERS S. C. – SANDRI S., *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, Milano 2003⁴.

DE SANZUANE F., *La securitization ovvero la cartolarizzazione dei crediti - Origine, struttura e nozione*, in <www.filodiritto.com>.

LANTERI L. – SCURA E., «La cartolarizzazione dei crediti e le politiche di bilancio nelle imprese corporate», in *La cartolarizzazione nelle imprese non finanziarie: aspetti teorici, strategici ed operativi*, Progetto Fin.Te.MA., Quaderno n. 3/2001 (dicembre), Egea, Milano.

VASSELLI D. L. M., «La securitization ovvero la cartolarizzazione dei crediti», in *Il Caos Management*, 6 (2004), <www.caosmanagement.it>.

VERRASCINA G. – ANDRIOLO R., *Veicolazione dei crediti alla cartolarizzazione - Profilo normativo e metodiche di attuazione*, 2003, in <www.ea2000.it>.

Tali osservazioni e sottolineature conducono a caratterizzare la cartolarizzazione, per le ingenti difficoltà operative, le significative complessità tecniche e la necessità di elevata professionalità, fra gli strumenti per così dire «di élite».