

Marina Damilano

# Finanza strutturata

Le operazioni  
di cartolarizzazione dei crediti



Giappichelli

## Capitolo 1

### Introduzione al *Corporate & Investment Banking*

La finanza strutturata è un'area di business del *Corporate & Investment Banking* ovvero di quell'insieme di servizi finanziari che le banche offrono alla clientela imprese, tipicamente di grandi dimensioni.

L'attività di *Corporate & Investment Banking* nasce e si sviluppa nei mercati anglosassoni, per poi diffondersi in maniera graduale e variegata in tutti i paesi ad economia avanzata. In Italia ciò accade a partire dai primi anni novanta del secolo scorso, quando il rapporto banca-impresa inizia a cambiare profondamente<sup>1</sup> e all'attività creditizia tradizionale (*lending*) si affianca un'ampia gamma di servizi a elevato contenuto consulenziale in cui l'erogazione del finanziamento rappresenta, se prevista, solo una componente e neppure la più importante.

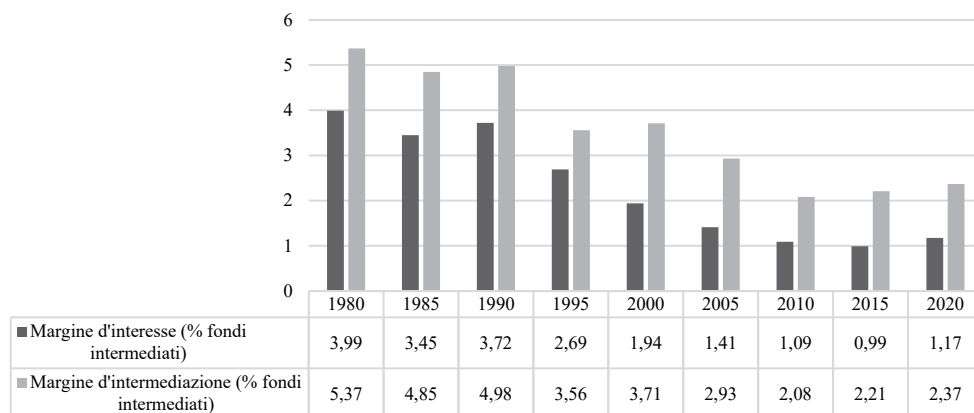
Tra le cause di questo processo di trasformazione vanno annoverati sia fattori esogeni, quali la scelta delle autorità di politica economica di abbandonare la logica della cosiddetta “via finanziaria allo sviluppo”<sup>2</sup>, sia fattori endogeni riconducibili, dal lato della domanda, al mondo delle imprese non finanziarie e, dal lato dell'offerta, a quello delle banche. Mentre le prime – poste di fronte alle nuove sfide competitive quali l'innovazione tecnologica, la crescita dimensionale e lo sviluppo internazionale – prendono coscienza dell'importanza cruciale della solidità patrimoniale, le seconde – costrette a operare in un contesto sempre più aperto alla concorrenza estera e con una redditività dell'attività creditizia tradizionale in continuo calo (si veda la tabella 1.1.) – reagiscono cercando di recuperare margini di profitto mediante un ampliamento dei servizi offerti.

---

<sup>1</sup> Per approfondimenti si veda, tra gli altri, S. MONFERRÀ (a cura di), *Il rapporto banca-impresa in Italia*, Bancaria Editrice, 2007.

<sup>2</sup> Con l'espressione “via finanziaria allo sviluppo” si intendono le decisioni di politica industriale finalizzate a incentivare e sostenere lo sviluppo economico di un paese attraverso il ricorso all'indebitamento bancario.

Tabella 1.1. – *La redditività delle banche in Italia dal 1980 al 2020*



Fonte: Elaborazione personale su dati BANCA D'ITALIA, *Appendice alla Relazione annuale*, anni vari.

In particolare le banche iniziano a porre sempre maggiore attenzione alla gestione della relazione con la clientela *corporate*<sup>3</sup> e si organizzano – a vari livelli e con gradi di complessità differente a seconda della dimensione e della rilevanza territoriale della propria struttura – per poter supportare in qualità di *advisor*, di *arranger* ed, eventualmente, di *lender* tutta una serie di operazioni che possono essere raggruppate nelle seguenti sei principali aree d'affari<sup>4</sup>:

<sup>3</sup> Come è ben noto in Italia il 99,9% delle imprese è costituito da realtà di medie, piccole e micro dimensioni. Per questo motivo nel nostro paese sarebbe più corretto parlare di servizi di *corporate & investment banking* per le PMI. Sul tema si veda S. CASELLI, *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, 2001.

<sup>4</sup> Si vedano, tra gli altri, V. CAPIZZI, *Costo del capitale e operazioni di investment banking*, Egea, 2003, p. 12 e segg.; S. CASELLI, G. GIGANTE, A. TORTOROGGIO, *Corporate and Investment Banking. A Hands-On Approach*, BUP Egea, 2021, p. 67 e segg. In letteratura, per la verità, si possono trovare differenti classificazioni delle attività riconducibili al settore dell'*investment & corporate banking* (o semplicemente *investment banking*): alcune più fedeli alla realtà operativa dei mercati internazionali, altre con un connotato più spiccatamente domestico. A puro titolo di esempio, Forestieri – ispirandosi ai modelli organizzativi delle grandi banche d'investimento di matrice anglosassone – individua come principali aree di attività dell'*investment banking* quattro grandi segmenti: l'*investment banking* in senso stretto (a sua volta distinto in *financial advisory* e *securities underwriting*); il *trading and sales* (che comprende i servizi di negoziazione sui mercati secondari per conto della clientela professionale); il *principal investment* (ovvero l'assunzione di posizioni dirette, azionarie o di credito, nei confronti della clientela *corporate*) e il classico *asset management* (cfr. G. FORESTIERI, *Corporate & Investment Banking*, Egea, 2020, p. 21 e segg.).

1. la finanza mobiliare (ovvero i servizi di *capital markets*), che a sua volta comprende l'*investment banking* in senso stretto (o attività di *underwriting* sui mercati primari a favore delle imprese che intendono raccogliere denaro fresco tramite l'emissione di titoli obbligazionari o azionari) e l'attività di *trading* sui mercati secondari;
2. il *corporate finance*, che comprende i servizi a elevato contenuto consulenziale strumentali all'ottimizzazione delle scelte finanziarie che le imprese clienti intendono adottare per realizzare operazioni che esulano dall'ordinaria gestione aziendale (M&A, *corporate restructuring*, servizi autonomi di consulenza aziendale avanzata);
3. il *merchant banking*, inteso come l'attività istituzionale di acquisizione di partecipazioni nel capitale di rischio di imprese non finanziarie (attraverso le attività di *private equity* e *venture capital*);
4. la finanza strutturata, a cui fanno capo i servizi relativi all'organizzazione di operazioni in grado di autofinanziarsi (come, ad esempio, il *project financing* e la cartolarizzazione dei crediti);
5. il *risk management*, che è l'area in cui si predispongono le metodologie, i prodotti e i servizi per misurare e gestire sia i rischi delle imprese clienti (rischi industriali e finanziari) sia quelli tipici dell'attività bancaria;
6. l'*asset management*, ossia i servizi finalizzati alla gestione dei patrimoni, siano essi mobiliari o immobiliari, personali o aziendali.

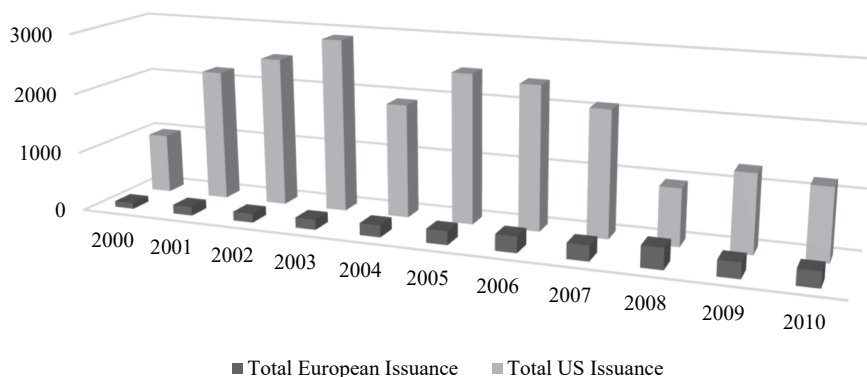
Come si evince dall'elenco di cui sopra, la finanza strutturata rientra a pieno titolo tra i servizi di *Corporate e Investment Banking* che gli intermediari finanziari attivi nel settore offrono alla propria clientela imprese.

Obiettivo del presente lavoro è approfondire la conoscenza di questa specifica area di business. In particolare, nelle pagine che seguono, si procederà a individuare la gamma di servizi che le banche tipicamente collocano in tale area, per poi proseguire con un focus specifico sulle operazioni di *securitisation*, a motivo del fatto che lo straordinario sviluppo di queste operazioni nel corso della prima metà degli anni Duemila (vedere tabella 1.2.) ha contribuito in maniera determinante all'evoluzione del modello di business delle banche commerciali – dal cosiddetto “*Origination-to-Hold*” all’“*Origination-to-Distribute*”<sup>5</sup> – e al conseguente scoppio della crisi finanziaria globale del 2007-2008.

---

<sup>5</sup>“L’intermediazione creditizia è passata dallo schema tradizionale basato sul bilancio bancario (passivo con depositi e attivo sotto forma di crediti tenuti fino alla scadenza contrattuale) a un modello che sostanzialmente disintermedia le banche. Nel primo caso, si parla di schema “*Originate-to-Hold*” (OtH), cioè il credito viene concesso per essere gestito in termini finanziari, amministrativi e di rischio fino alla scadenza; la banca presidia per intero la catena del

Tabella 1.2. – *Totale delle emissioni di titoli cartolarizzati in Europa e negli USA (2000-2010; dati in miliardi di euro)*



Fonte: [www.afme.eu](http://www.afme.eu).

---

valore del prodotto “credito”. Nel secondo caso, si usa il termine “*Originate-to-Distribute*” (OtD) per indicare il fatto che la banca che ha concesso il credito procede poi a venderlo sul mercato, o comunque a trasferire i rischi ad altri soggetti. Questa trasformazione ha molte implicazioni e alcune di queste sono importanti per capire la crisi finanziaria e il ruolo delle banche di investimento” (cfr. G. FORESTIERI, *op. cit.*, pp. 45-46).

## Capitolo 2

# Le principali operazioni di finanza strutturata

Con l'espressione "finanza strutturata" si intendono, nella prassi operativa comune, "i servizi relativi all'organizzazione di operazioni basate sui flussi di cassa derivabili da *assets* o da progetti di investimento enucleati dalla gestione delle imprese clienti e spesso incapsulati in veicoli societari – definiti *Special Purpose Vehicles* (SPV) – appositamente costituiti"<sup>1</sup>.

In altre parole rientrano in questa categoria tutte le operazioni, più o meno innovative, riconducibili alla logica della finanza di progetto, in contrapposizione alla tradizionale finanza d'impresa<sup>2</sup>.

Prima di passare all'elencazione delle suddette operazioni e a una loro breve descrizione, può essere utile approfondire il discorso sulle caratteristiche che tipicamente le accomunano.

Come evidenziato in letteratura<sup>3</sup>, i tratti tipici delle operazioni di finanza strutturata – che rispecchiano la definizione testé riportata e consentono di qualificarle come forme di *off-balance sheet financing* – possono essere sintetizzati nei seguenti punti:

---

<sup>1</sup> Cfr. G. FORESTIERI (a cura di), *Corporate e investment banking*, Egea, 2007, p. 19.

<sup>2</sup> "(...) questo tipo di operazioni sono utilizzate nel settore privato per sviluppare progetti "fuori bilancio". I creditori quindi guardano specificatamente al progetto e agli *assets* dello SPV per individuare la capacità di rimborso. Questa caratteristica fondamentale rende il *project financing* differente dalle tradizionali operazioni di tipo *corporate*, dove i creditori valutano il merito creditizio, la sostenibilità finanziaria e i risultati di bilancio storici della società che chiede il finanziamento" (cfr. V. CAPIZZI (a cura di), *L'investment banking in Italia*, Bancaria Editrice, 2007, p. 200). Le considerazioni riportate, seppur specificatamente espresse con riguardo al *project financing*, sono estendibili a tutte le operazioni finanziate su base strutturata.

<sup>3</sup> Si veda, per tutti, S. CASELLI, S. GATTI (a cura di), *La finanza strutturata in Italia, operazioni e best practice*, Bancaria Editrice, 2005.

- a) per la realizzazione dell'iniziativa il o i soggetti promotori si avvalgono di una società veicolo costituita *ad hoc* che è l'entità giuridica beneficiaria delle risorse finanziarie all'uopo raccolte;
- b) alla società veicolo fanno capo tutti i diritti e tutti gli obblighi connessi all'operazione;
- c) essendo dotata di un patrimonio autonomo rispetto a quello del o dei soggetti promotori, lo SPV garantisce i finanziatori con le proprie attività in bilancio (gli *assets* strumentali alla gestione del progetto e/o i flussi di cassa netti generati dall'investimento) che fungono appunto da collaterale.

È intuitivo comprendere come l'utilizzo di un veicolo speciale in cui incapsulare un progetto di investimento o un portafoglio di attività consenta di isolare le sorti di questi ultimi da quelle del o dei soggetti proponenti<sup>4</sup>. Di conseguenza, potendo contare su valutazioni del merito creditizio svincolate dal *rating* dei proponenti, i principali vantaggi ottenibili attraverso le forme di finanziamento *off-balance* sono riconducibili, da un lato, alla potenziale minor onerosità della raccolta di risorse finanziarie e, dall'altro, al mantenimento da parte dello o degli sponsor di una maggior flessibilità della propria struttura finanziaria, che non risulta infatti gravata da ulteriore leva.

Ma quali sono, in definitiva, le operazioni che rispettano le suddette condizioni e che possono pertanto essere annoverate tra le forme di finanza strutturata? Se si osserva la pratica gestionale dei principali operatori del settore, gli ambiti di applicazione di questo particolare modello di finanziamento sono quelli illustrati nel riquadro 2.1.

---

<sup>4</sup>“L'isolamento vale in entrambe le direzioni: un'iniziativa con cattive prospettive, anche in ipotesi di *default*, non influisce sulla performance e sulla sopravvivenza dell'impresa visto il principio di responsabilità limitata degli azionisti riconosciuto dall'ordinamento giuridico di numerosi paesi. D'altra parte, la bontà di un progetto, almeno teoricamente, dovrebbe restare indenne da vicende societarie che possono affliggere i propri azionisti. In tal senso i creditori del progetto continuano a vantare diritti su *asset* e flussi di cassa dell'iniziativa anche se gli azionisti della stessa cadono in *default*” (cfr. S. CASELLI, S. GATTI, *op. cit.*, p. 15).

Riquadro 2.1. – *Le operazioni di finanza strutturata: una breve descrizione*

1. <i>Securitisaton</i> (o cartolarizzazione) dei crediti	In queste operazioni lo <i>special purpose vehicle</i> emette obbligazioni sul mercato a fronte di un patrimonio di <i>asset</i> reali o finanziari segregati nello stesso veicolo. La fonte esclusiva di rimborso di capitale e interessi è rappresentata dalla capacità del <i>pool</i> di attivi di generare cassa in misura corrispondente.
2. <i>Project financing</i>	Si tratta di operazioni in cui i progetti industriali vengono circoscritti in un apposito veicolo societario che risulta destinatario dei finanziamenti e che viene blindato attraverso una serie di pattuizioni contrattuali con le controparti rilevanti (costruttori, acquirenti, fornitori, gestori, ecc.) destinate a migliorare i profili di volatilità dei flussi di cassa operativi.
3. <i>Leasing</i>	Nel caso di contratti <i>big ticket</i> , cioè su <i>asset</i> di una certa dimensione e complessità (aerei, navi, grandi complessi immobiliari), si preferisce accendere il contratto in contropartita di un'entità giuridica <i>ad hoc</i> per consentire una migliore corrispondenza tra flussi di cassa in uscita dovuti al pagamento dei canoni e flussi in entrata generati dall' <i>asset</i> finanziato.
4. <i>Leveraged buyout</i>	In questi casi la costituzione di un veicolo societario è destinata a rendere più agevole il <i>capital budgeting</i> dell'iniziativa. A fronte dei flussi di cassa derivabili dall'impresa target (e solo da essa), si valuta la sostenibilità della struttura finanziaria nascente dalla somma dei debiti della target e della <i>newco</i> (il veicolo societario utilizzato per l'acquisizione) rispetto ai mezzi propri della stessa <i>newco</i> .

Fonte: nostro adattamento da S. CASELLI, S. GATTI, *op. cit.*, p. 14.

Delle quattro tipologie di operazioni elencate, la cartolarizzazione dei crediti è quella che attira la maggior attenzione, essendo stata additata come una delle principali cause della grave crisi finanziaria scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti e propagatasi successivamente a livello globale.

Per questo motivo il lavoro proseguirà con un focus specifico sulle operazioni di *securitisation*.

Con la premessa, però, che è opinione di chi scrive che la *securitisation*, con i suoi potenziali vantaggi e svantaggi, sia semplicemente una forma alternativa di *funding* e/o di trasferimento del rischio e che quindi il suo ruolo, all'interno



della vicenda della crisi dei mutui *subprime*, sia riconducibile solo a quella di strumento mediante il quale manager senza scrupoli, potendosi muovere in uno scenario privo di adeguata regolamentazione, hanno sfruttato le opportunità venutesi a creare sui mercati a seguito delle scelte di politica monetaria espansiva adottate dagli Usa a partire dalla fine degli anni '90 del secolo scorso<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Per una disanima concisa ma chiara della crisi dei mutui *subprime* si veda, tra gli altri, F.S. MISHKIN, S.G. EAKINS, G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, 2012, cap. 8. Per approfondimenti sul ruolo giocato dalla *securitisation* e le prime proposte di miglioramento del *framework* regolamentare di riferimento si rinvia invece a I. FENDER, J. MITCHELL, "The future of securitization: how to align incentives?", in *BIS Quarterly Review*, September 2009, pp. 27-43. Infine, per aggiornamenti sulle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche applicate alle operazioni di cartolarizzazione, si consulti il sito web di Banca d'Italia ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)) alla sezione Vigilanza.

## Capitolo 3

# La *securitisation* (o cartolarizzazione) dei crediti: principali aspetti tecnici

### 3.1. Definizione e cenni storici

Nell'accezione più ristretta con l'espressione *securitisation* (o cartolarizzazione) si intende, come è già stato anticipato, la tecnica di finanziamento<sup>1</sup> basata sulla trasformazione di determinate poste attive illiquide – siano esse finanziarie, come i mutui ipotecari, i crediti al consumo, i crediti commerciali e quelli del settore pubblico, o reali, come gli investimenti in opere infrastrutturali o in beni immobili – in attività negoziabili attraverso l'emissione sul mercato di titoli (tipicamente obbligazionari) garantiti dai flussi di cassa futuri generati dagli investimenti sottostanti (da cui il nome generico di *asset-backed securities* – ABS).

Storicamente queste operazioni sono nate negli Stati Uniti più di cinquant'anni fa con lo scopo di sopperire alle crescenti difficoltà del sistema del finanziamento dell'edilizia residenziale. All'inizio degli anni ottanta del secolo scorso il processo di cartolarizzazione dei crediti, pur rimanendo ancora geograficamente circoscritto entro i confini del mercato statunitense, iniziò ad estendersi alle altre categorie di attivi<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Nell'accezione più ampia, ovvero in un contesto macroeconomico, si intende invece la "crescita delle emissioni di valori mobiliari a livello di sistema rispetto al totale delle attività finanziarie, vale a dire il progressivo aumento del trasferimento diretto di fondi a discapito dei trasferimenti intermediati dal sistema bancario. (...) Questo fenomeno di graduale trasformazione di spazi operativi del mercato creditizio in spazi del mercato mobiliare viene generalmente definito in letteratura come *securitisation of finance*. Nell'ambito della suddetta *securitisation of finance* si distingue poi la *securitisation of banking*, che fa riferimento sia alla tendenza delle banche a operare sul mercato dei capitali, sia alla sostituzione degli impieghi tradizionali delle banche (i prestiti) con investimenti in titoli" (cfr. M. DAMILANO, *La securitisation dei crediti*, Giappichelli, 2000, p. 4).

<sup>2</sup> A seconda della natura dell'attività sottostante, i titoli frutto delle operazioni di *securitisation* assunsero denominazioni differenti: MBS, RMBS, CMBS, ABCP, CDO, SME, WBS e così via. Le MBS (*Mortgage-Backed Securities*) sono titoli garantiti da un prestito ipotecario o

Per quanto riguarda la diffusione di questa innovativa tecnica di finanziamento negli altri principali paesi industrializzati, essa è stata piuttosto lenta. Solo verso la metà degli anni '80 in alcuni mercati (Gran Bretagna, Giappone e Francia) si incominciarono a perfezionare le prime operazioni. In Italia la *securitisation* fa il suo avvento nei primi anni '90, ma bisognerà aspettare fino al 1999, con l'emanazione di una normativa specifica (la Legge n. 130 del 30 aprile 1999), affinché anche gli operatori italiani, e in specie le banche, diventino attori di rilievo di questo mercato.

### 3.2. Lo schema di funzionamento di un'operazione di *securitisation*

La logica sottostante il funzionamento della cartolarizzazione dei crediti come tecnica di finanziamento è relativamente semplice e comune ad altre strutture operative già collaudate, quali ad esempio le operazioni di *loan sale* (tipiche del mercato anglosassone) o, più in generale, il *factoring* e l'*invoice discounting*.

Tuttavia ciò che distingue le operazioni di *securitisation* dalle altre tecniche di finanziamento "autoliquidanti" è la cessione dei crediti ad una terza controparte, lo *Special Purpose Vehicle* – SPV, che è una società creata appositamente ed esclusivamente per acquistare tali crediti<sup>3</sup>, che vengono pagati con l'incasso ottenuto dall'emissione delle ABS (v. figura 3.1.).

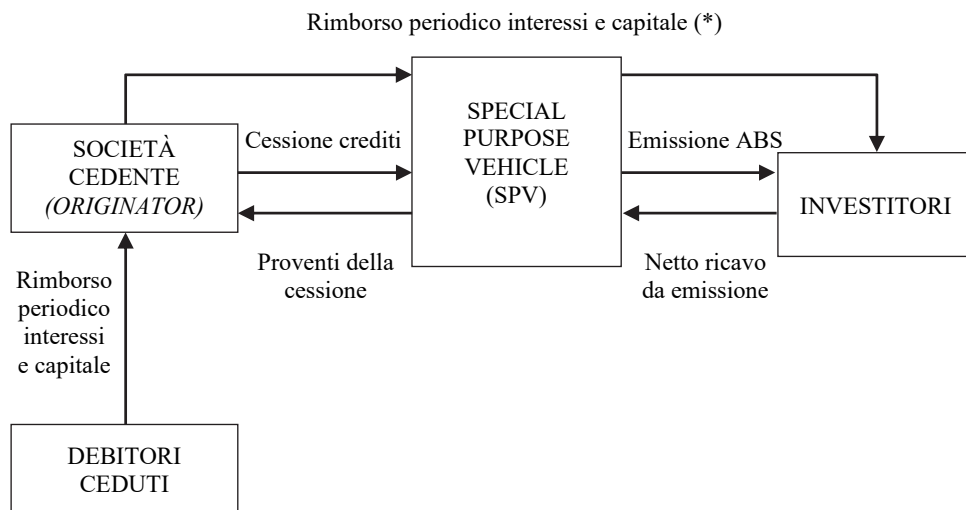
---

da un portafoglio di mutui ipotecari: nel caso in cui l'attività sottostante sia costituita da mutui ipotecari per l'edilizia residenziale, i titoli assumono la denominazione di RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*) mentre se il collaterale è rappresentato da finanziamenti per l'edilizia commerciale o industriale si definiscono CMBS (*Commercial Mortgage-Backed Securities*). Le ABCP sono titoli garantiti da carta commerciale (*Asset-Backed Commercial Paper*). I CDO (*Collateralized Debt Obligations*) raggruppano i titoli con garanzia di rimborso costituita da un portafoglio di crediti di vario tipo: prestiti (CLO – *Collateralized Loan Obligation*), obbligazioni (CBO – *Collateralized Bond Obligation*) e/o *tranches* di emissioni di titoli cartolarizzati (nel qual caso si parla di operazioni di ricartolarizzazione, i cui titoli assumono la denominazione di CDO al quadrato, al cubo, ecc.). Se, infine, il collaterale è un *pool* di crediti erogati alle piccole e medie imprese, allora i titoli frutto della cartolarizzazione di quest'ultimo vengono indicati con l'acronimo SME (*Small and Medium Enterprises*). Cosa diversa sono, invece, le operazioni di *Whole Business Securities* (WBS): in tal caso il finanziamento è garantito dai flussi di cassa generati dall'impresa *originator* nel suo complesso (o da una sua area di business) e quindi gli *asset* sottostanti non possono diventare oggetto di una *true sale*.

<sup>3</sup> Ai sensi della normativa italiana la società veicolo è "l'impresa operante in Italia che è costituita conformemente al diritto nazionale o comunitario secondo una delle seguenti tipologie:

- forma legale contrattuale dei fondi comuni di investimento gestiti da società di gestione;
- forma legale fiduciaria;
- forma legale societaria quale società di capitale, pubblica o privata;

Figura 3.1. – La struttura base di un’operazione di cartolarizzazione di crediti



La funzione fondamentale dello SPV è quella di rendere concreto il distacco dei crediti dal bilancio della società cedente, massimizzando la tutela nei confronti degli investitori. Ne consegue la necessità che lo SPV venga isolato da possibili rischi di fallimento dell'*originator* e, viceversa, che esso stesso non intraprenda alcun'altra attività imprenditoriale diversa da quella per cui è stato costituito che ne possa causare il fallimento (il suo patrimonio non può essere distratto o dato in garanzia di obbligazioni sorte da altre attività). A tal fine, lo SPV assume generalmente la veste di *bankruptcy remote finance company*, ossia di società a bassissimo rischio di fallimento<sup>4</sup>.

– ogni altra tipologia analoga

e la cui attività principale soddisfi entrambi i seguenti criteri:

i) è rivolta ad effettuare, o effettua, uno o più operazioni di cartolarizzazione ed è isolata dal rischio di fallimento o di ogni altro genere di insolvenza che possa riguardare il cedente;

ii) emette, o è rivolta ad emettere, obbligazioni, partecipazioni di fondi di cartolarizzazione, altri strumenti di debito e/o strumenti finanziari derivati, e/o possiede o potrebbe possedere, in termini giuridici o economici, attività sottostanti l'emissione di obbligazioni, di partecipazioni di fondi di cartolarizzazione, di altri titoli di debito e/o di strumenti finanziari derivati che sono offerti in vendita al pubblico o venduti sulla base di collocamenti diretti” (cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di obblighi informativi e statistici delle società veicolo coinvolte in operazioni di cartolarizzazione*, Provvedimento del 7 giugno 2017, art. 1). Ai sensi del succitato provvedimento, gli SPV devono essere iscritti nell'apposito elenco delle società veicolo tenuto da Banca d'Italia e sono soggetti agli obblighi statistici comunitari sulla base di quanto previsto dal Regolamento CE n. 1075/2013 della BCE.

<sup>4</sup>In parole semplici, lo SPV è una scatola vuota (non ha debiti preesistenti né dipendenti).

Aspetto cruciale della *securitisation* è quindi la separazione o segregazione di un portafoglio (*pool*) di attività dal bilancio della società cedente (*originator*) e l'utilizzo di questo come garanzia per l'emissione di titoli di elevata qualità dal punto di vista del profilo rischio-rendimento<sup>5</sup>. A questo proposito è utile ricordare che non tutte le tipologie di attivo si prestano ad essere cartolarizzate, come evidenziato nel riquadro che segue.

Riquadro 3.1. – *I requisiti degli attivi sottostanti*

La selezione delle attività da cartolarizzare è forse l'elemento più critico della *securitisation*, poiché il buon esito dell'operazione dipende dall'economicità dei crediti o attivi ceduti e dalla capacità di questi di generare dei flussi di cassa idonei a consentire il servizio del debito (pagamento periodico degli interessi) e il rimborso dei titoli emessi. Teoricamente, qualunque attività che sia in grado di produrre dei *cash-flow* prevedibili nel tempo è idonea ad essere ceduta e utilizzata come sottostante per l'emissione di titoli. In pratica, però, non tutte le tipologie di attivo si prestano ad essere cartolarizzate.

Le attività oggetto di cartolarizzazione devono essere dotate di particolari requisiti, sintetizzabili nei seguenti punti:

- volume sufficientemente ampio e omogeneo, per facilitare le analisi statistiche e garantire, al contempo, la convenienza dell'operazione;
- discreta diversificazione – per esempio, geografica e socio-economica – al fine di ridurre la vulnerabilità del portafoglio ceduto all'andamento del contesto macroeconomico;
- profilo finanziario – ossia distribuzione dei flussi di cassa attesi, a titolo di interessi e di rimborso del capitale – simile e ben definito;
- disponibilità di una serie storica sufficientemente stabile di dati relativi alle passate manifestazioni del rischio di credito e delle relative perdite sostenute, per misurare con un ragionevole grado di certezza la probabilità di insoluti;
- possibilità di valutare con criteri *standard* il merito di credito dei debitori ceduti;
- attività giuridicamente separabili dal patrimonio del cedente.

In buona sostanza, sono generalmente considerati cartolarizzabili portafogli di crediti superiori a 100 milioni di euro, con un piano di rimborso chiaro e definito, una vita residua sufficientemente lunga (superiore a uno o, meglio ancora, due anni) e una bassa percentuale di insoluti<sup>6</sup>.

Fonte: M. DAMILANO, *op. cit.*, pp. 29-30.

<sup>5</sup> In realtà, come vedremo, i titoli frutto di una medesima operazione di cartolarizzazione possono presentare diverso rischio e diverso rendimento. Questo si verifica in caso di emissioni in *tranches*.

<sup>6</sup> Ben diverso, ovviamente, è il discorso nel caso di operazioni di *securitisation* di prestiti in sofferenza (*bad loan* o *non-performing loan*).

L'elevato *standing* creditizio che di norma presentano le ABS non dipende solo dal fatto che l'effettivo isolamento degli attivi sottostanti renda tali titoli insensibili al rischio di insolvenza dell'*originator*. Su di esse, infatti, grava il rischio di controparte dei debitori ceduti e quindi, per poter ottenere un *rating* superiore a quello degli attivi di riferimento – sia che si tratti di crediti di buona qualità sia, a maggior ragione ovviamente, che si intenda cartolarizzare crediti *non performing* come le sofferenze<sup>7</sup> – diventa imperativo inserire nella struttura ulteriori forme di garanzia (*credit enhancement*) rilasciate dallo stesso *originator* (*internal credit enhancement*) o da soggetti esterni quali banche e compagnie di assicurazione (*external credit enhancement*)<sup>8</sup>.

### 3.2.1. Le principali forme di garanzia

Nonostante i requisiti “di struttura” che un'operazione di *securitisation* deve necessariamente soddisfare per assicurare la massima tutela possibile ai sottoscrittori di ABS, gli investitori rimangono esposti a possibili situazioni di rischio connesse al portafoglio di attività cartolarizzato, riconducibili alle seguenti fattispecie:

- rischio di credito (*credit risk*): si intende il rischio di insolvenza dei debitori originari ceduti;
- rischio di liquidità (*liquidity risk*): è il rischio che, in un determinato momento, il flusso di cassa derivante dall'incasso dei frutti delle attività sottostanti non sia sufficiente a garantire il servizio del debito sulle ABS, ovvero che non vi sia perfetta coincidenza tra i flussi in entrata allo SPV e quelli in uscita;
- rischio di base (o *basic risk*): è rappresentato dalla possibilità che i tassi di interesse degli *asset* scendano al di sotto del livello di quelli da corrispondere ai sottoscrittori dei titoli *asset-backed*;

---

<sup>7</sup> A tal proposito si ricorda che in Italia, tra le prime operazioni annunciate all'indomani dell'entrata in vigore della legge n. 130/1999, figuravano soprattutto programmi di cartolarizzazione di crediti *non performing* da parte di *originator* bancari. Per maggiori dettagli su questo particolare strumento di gestione bancaria si veda C. PORZIO (a cura di), *Securitisation e crediti in sofferenza*, Bancaria Editrice, 2001.

<sup>8</sup> Il ricorso a strutture di garanzia esterna è condizione *sine qua non* per poter ottenere un *rating* per le ABS più elevato rispetto a quello della società cedente, che di norma fornisce, a sua volta, una qualche forma di garanzia interna. In ogni caso tali titoli non potranno mai beneficiare di una valutazione più alta di quella dello *standing* creditizio del terzo garante.

- rischio di reinvestimento (*prepayment risk*): è rappresentato dalla possibilità che i debitori ceduti rimborsino anticipatamente le somme dovute<sup>9</sup>;
- rischio di tasso di interesse e/o di cambio (*interest rate and currency risk*): è rappresentato dalla possibilità che le caratteristiche contrattuali delle attività sottostanti, in termini di tasso applicato (fisso piuttosto che variabile) e/o di valuta di denominazione non soddisfino le esigenze degli investitori.

La modalità tradizionale con cui si può aumentare il livello di sicurezza degli investitori finali di un programma di cartolarizzazione consiste nell'ottenere un supporto di garanzia supplementare (*credit enhancement*)<sup>10</sup> per coprire l'eventuale *performance* negativa degli attivi sottostanti e ridurre, in buona sostanza, il rischio di perdita finale<sup>11</sup>.

Il ruolo della controparte garante (*credit enhancer*) può essere svolto sia dallo stesso *originator* (e quindi la tipologia di intervento a garanzia dei titoli assume la forma di *internal credit enhancement*) sia da soggetti esterni (nel qual caso si parla di *external credit enhancement*). Qualunque sia la soluzione adottata, l'obiettivo ultimo del ricorso a strutture di garanzia collaterali è “quello di ottenere un miglior giudizio di *rating* e, conseguentemente, di aumentare il prezzo e il grado di liquidità dei titoli emessi”<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> “Prepayment risk describes the risk of receiving all or part of the principal of the underlying debt before it is due (in the case of amortizing assets) or before it is expected (in the case of non-amortizing assets). (...) For certain asset types, such as residential mortgages, increasing prepayment activity is linked to corresponding declines in market interest rates. This means that more principal may be returned, and must be reinvested, at rates of interest that are lower than those in existence at the time of the original ABS investment. This aspect of prepayment risk is sometimes referred as ‘reinvestment risk’” (cfr. EUROPEAN SECURITISATION FORUM, *European Securitization. A Resource Guide*, p. 13).

<sup>10</sup> Si veda J. HENDERSON, *Asset Securitization. Current Techniques and Emerging Market Applications*, Euromoney Books, 1997, p. 57.

<sup>11</sup> “Gli investitori sopportano tuttavia un rischio residuale inerente sempre al mancato pagamento e soprattutto un rischio di tasso che determina i rimborsi anticipati” (cfr. M. D’EUFEMIA, “La “securitization”: una nuova rivoluzione finanziaria”, in *Rassegna Economica*, n. 4, ottobre-dicembre 1989, p. 822). I rischi a cui fa riferimento l'autore citato sono riconducibili, in prima approssimazione, al rischio di base e al rischio di reinvestimento. Esistono, come visto, anche altre tipologie di rischi associati ad un investimento in ABS, che tuttavia possono essere coperti con opportune tecniche e/o operazioni finanziarie.

<sup>12</sup> Cfr. M. LA TORRE, *Securitisation e banche*, Il Mulino, 1995, p. 45.

## A) *Le tecniche di credit enhancement interne*

Le forme di garanzia fornite dall'*originator* possono essere ricondotte a quattro tipologie principali:

1. l'emissione di *senior/subordinated note* (o *credit tranching*);
  2. l'*overcollateralisation*;
  3. lo *spread account*;
  4. la riserva di garanzia (o *reserve fund*).
1. Una prima possibile forma di garanzia offerta dall'*originator* è il *credit tranching*<sup>13</sup>, che consiste nell'emissione di *senior-subordinate note*, ossia nell'emissione di due classi di titoli: la *senior class* e la *junior class*<sup>14</sup>. I diversi titoli emessi incorporano un diverso ordine di priorità nell'allocatione dei relativi flussi di cassa: la classe *junior* è subordinata alla classe *senior* nel rimborso sia del capitale che degli interessi, ed è generalmente detenuta dalla società cedente, mentre agli investitori finali sono riservati i titoli *senior* che garantiscono il ricevimento dei pagamenti in via prioritaria rispetto alla classe subordinata<sup>15</sup>. Lo scopo dell'*originator* può essere quello di dimostrare di non aver effettuato l'operazione di *securitisation* con l'unico intento di liberarsi dei crediti di peggiore qualità, cercando di "ingannare" il mercato.
  2. Una seconda tipologia di garanzia che può essere prestata dall'*originator*, per realizzare un primo supporto a copertura dei rischi che gravano sugli investitori finali di ABS, è rappresentata dall'*overcollateralisation*, che consiste nel trasferire allo SPV un *pool* di attività per un ammontare complessivo di gran lunga superiore al valore nominale dei corrispondenti titoli emessi<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> "Credit tranching is currently the favoured basic form of credit enhancement" (cfr. J. HENDERSON, *op. cit.*, p. 58).

<sup>14</sup> La tecnica del *credit tranching* sovente prevede l'emissione di tre classi di titoli: oltre alla *senior* e alla *junior class*, viene emessa la *mezzanine class*.

<sup>15</sup> In questo modo "i possessori dei titoli *subordinated* supporteranno per primi una determinata percentuale di perdite che perciò non limiterà i diritti degli investitori della classe *senior*. Di conseguenza la *senior* ottiene generalmente il massimo *rating*, mentre la *subordinated* in alcuni casi non è nemmeno valutata dalle agenzie specializzate e se lo è ha un *rating* inferiore alla *senior* da cui si differenzia però anche per l'offerta di un maggior rendimento" (cfr. R. COSTA, "Asset-backed securities: le caratteristiche del modello di sviluppo italiano rispetto a quello statunitense", in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 1, 1993, p. 78).

<sup>16</sup> In altre parole, l'*overcollateralisation* prevede il collocamento di titoli per un ammontare inferiore a quello degli attivi sottostanti. Questo aspetto assume particolare rilevanza dal punto di vista del trattamento contabile dell'operazione, come sottolineato da Henderson: "By extension, the originator does not receive cash for the full amount of the portfolio it sells to the SPV."



Le attività fornite in eccesso costituiscono, quindi, una garanzia che potrà essere utilizzata per far fronte sia all'eventuale rischio di credito del portafoglio ceduto sia ad un eventuale momentaneo rischio di liquidità<sup>17</sup>.

3. Un'ulteriore forma di *internal credit enhancement* è costituita dallo *spread account*. Si tratta di un particolare fondo di riserva messo a disposizione dall'*originator* a favore dello SPV, al quale quest'ultimo può attingere in qualunque momento nell'ipotesi che i flussi in entrata provenienti dal *pool* di attività sottostanti non siano sufficienti (per problemi di insolvenza dei debitori ceduti o, semplicemente, di ritardo nei pagamenti delle quote di ammortamento) ad effettuare i pagamenti dovuti agli investitori finali. Tale fondo viene alimentato con il versamento periodico della differenza (di norma positiva e consistente) tra il tasso di interesse applicato sugli attivi smobilizzati e il rendimento corrisposto sui titoli ABS (al netto delle commissioni di servizio). Una volta avvenuto il rimborso totale dei titoli emessi, a conclusione dell'intera operazione di *securitisation*, l'eventuale saldo di tale fondo rimasto inutilizzato verrà girato all'*originator* sotto forma di provento addizionale.
4. Infine, un'ultima forma di garanzia che può essere prestata dal soggetto cedente è rappresentata dalla costituzione di un deposito a garanzia presso un intermediario indicato dallo stesso SPV. Tale intermediario può essere, ad esempio, il *servicer* – e, quindi, qualora questo coincida con l'*originator*, si dovrà costituire una vera e propria riserva di garanzia (*reserve fund*) – oppure un'altra banca indicata dal veicolo.

Tutte le forme di *internal credit enhancement*, dal momento che non prevedono il ricorso a soggetti esterni, presentano l'indubbio vantaggio di consentire significativi risparmi in termini di commissioni ed oneri finanziari dovuti alle controparti garanti terze e di rendere, per certi versi, più semplice la struttura dell'intera operazione di *securitisation*. Tuttavia, si è soliti far ricorso a questo tipo di garanzia per un primo livello di intervento, in quanto il supporto interno può essere utilmente impiegato per la gestione di due sole tipo-

---

The accounting treatment of this difference will be important for the originator. If at all possible, it should be viewed as deferred consideration rather than as a discount on sale (a discount on sale might result in a charge to the profit and loss account). While the bulk of this charge would be reversed in due course if the assets perform as expected, this would introduce an unwelcome element of volatility to the earnings stream. Alternatively, the difference could be funded by the originator subscribing for deeply subordinated loan stock» (cfr. J. HENDERSON, *op. cit.*, p. 59).

<sup>17</sup> In tal caso il servizio del debito sulle ABS viene assicurato dai *cash flow* provenienti dagli *asset* ceduti in eccesso dall'*originator*.

logie di rischi associati ad un investimento in titoli ABS: il rischio di insolvenza dei debitori ceduti e il rischio di liquidità.

## B) *Le tecniche di credit enhancement esterne*

Le forme di *external enhancement* consentono di gestire, oltre ai rischi di credito e di liquidità, anche le altre principali tipologie di rischio incorporate nei titoli *asset-backed*. In particolare, se utilizzate in concerto con opportune forme di garanzia interna, possono contribuire alla pressoché totale eliminazione dei rischi insiti in un'operazione di cartolarizzazione, agevolando l'ottenimento di un livello di *rating* elevato e, di conseguenza, l'applicazione di un tasso all'emissione contenuto.

L'utilizzo di strutture di garanzia esterne è infatti fondamentale per ottenere un livello di *rating* per i titoli emessi più alto rispetto a quello della società cedente, poiché, come vedremo, l'elemento finale che viene preso in considerazione dalle agenzie di *rating* è proprio costituito dal merito di credito di cui gode il soggetto esterno che presta le garanzie e dall'ammontare di tali garanzie. In pratica, un'emissione di *asset-backed securities* non potrà mai ottenere una valutazione di *standing* creditizio superiore a quella del terzo garante<sup>18</sup>.

Ciò premesso, possiamo ora ad analizzare le principali forme di garanzie esterne utilizzabili in un'operazione di *securitisation*. A tal fine è necessario, però, distinguere tra:

- a) garanzie finalizzate alla riduzione ulteriore (rispetto alle garanzie già prestate dall'*originator*) del rischio di credito insito nel portafoglio sottostante all'emissione di ABS;
- b) garanzie (o, più precisamente, tecniche/strumenti finanziari) che consentono di gestire le altre eventuali tipologie di rischi.

Con riferimento alla prima categoria di interventi, la tecnica base consiste nell'assunzione, da parte di controparti garanti terze, del rischio di *default* del portafoglio sottostante per un valore multiplo dell'incidenza normale degli insoluti: ad esempio, se per un ipotetico *pool* di *lease receivable* la percentuale media di sofferenze è del 3%, il soggetto garante si assumerà questo rischio per un percentuale pari a "n" volte il 3%.

Per giungere alla determinazione di tale multiplo è necessario condurre una

---

<sup>18</sup> Tuttavia il ricorso a controparti garanti terze comporta l'assunzione di un ulteriore rischio, il *guarantor risk*, che a sua volta può essere causa del più generale rischio di *downgrading* dei titoli ABS. Infatti, il giudizio complessivo sull'emissione dei titoli rilasciato dall'agenzia di *rating* viene sempre rivisto (in senso peggiorativo) in caso di riduzione del *rating* assegnato alla società garante esterna che eventualmente assicuri l'emissione medesima.

serie di indagini relative alle *performance* storiche del portafoglio di attività in oggetto, all'affidabilità di tutti i soggetti coinvolti e alla validità delle strutture giuridiche utilizzate, fornendo in questo senso una sorta di valutazione della "bontà" dei titoli ABS prima che le agenzie di *rating* esprimano il loro giudizio. In condizioni normali, il garante esterno arriva ad assicurare una percentuale del rischio di inadempimento dei debitori ceduti pari a 7-8 volte la media delle percentuali di sofferenze relative agli ultimi tre-quattro anni (nel nostro esempio, pari a 3% ( $7 - 8 = 21 - 24\%$ )<sup>19</sup>.

Ne consegue che il rischio di credito che rimane in capo agli investitori finali presenta una probabilità molto bassa di accadimento<sup>20</sup> ed è riferito a un importo pari a circa il 70-73% nel nostro esempio<sup>21</sup>.

Il tipo di garanzia a cui si fa qui riferimento può essere prestata, in pratica, da due tipologie di operatori:

- le banche (attraverso la forma tecnica della lettera di credito)<sup>22</sup>;
- le compagnie di assicurazione (mediante lo strumento tecnico della polizza assicurativa)<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> Si veda M. DAMILANO, *op. cit.*, p. 51 e bibliografia ivi citata.

<sup>20</sup> Pari alla probabilità del verificarsi dell'evento quale percentuale di *default* 7-8 volte superiore al normale.

<sup>21</sup> Infatti se il rischio creditizio è del 3% storico, questa percentuale sarà in prima istanza coperta dalla società cedente vendendo il portafoglio ad un prezzo scontato; se poi, ad esempio, effettua un deposito a garanzia per un altro 3% del valore, l'ammontare che rimane esposto al rischio si riduce al 94%. A questo punto, se interviene un terzo garante che si accolla il 21-24% del suddetto rischio, in capo agli investitori finali rimarrà una percentuale di assorbimento del rischio di inadempimento dei debitori ceduti pari al 73-70%. In definitiva, i sottoscrittori dei titoli *asset-backed* risultano esposti al rischio di perdita solo per le insolvenze che si dovessero manifestare per entità eccedenti le linee di copertura previste.

<sup>22</sup> "Le lettere di credito possono essere strutturate in due modi diversi. Secondo una prima possibilità, esse possono assicurare una copertura in relazione agli attivi presenti nel *pool* iniziale ad ogni dato momento. In tal caso il livello di garanzia fornito va via via decrescendo man mano che parte degli attivi viene rimborsato (in ogni caso l'ammontare garantito non scende mai al di sotto di una certa percentuale minima, indipendentemente dall'ammontare degli attivi rimasti nel *pool* iniziale). In una seconda ipotesi, la copertura può essere basata sull'ammontare originario degli attivi cartolarizzati. In tal caso la percentuale di garanzia andrebbe aumentando al diminuire degli attivi non ancora rimborsati" (cfr. M. LA TORRE, *op. cit.*, p. 45).

<sup>23</sup> "Le garanzie offerte da una compagnia assicuratrice possono essere basate, così come avviene per le lettere di credito, sia sull'ammontare originario dell'emissione che sui saldi correnti. (...). Rispetto alla lettera di credito, la polizza assicurativa ha il vantaggio di prevedere commissioni generalmente più basse di quelle bancarie. A fronte di questo vantaggio, però, vi è la circostanza che tali commissioni devono essere pagate in via anticipata, non consentendo allo SPV di utilizzare il flusso dei rimborsi sui crediti" (cfr. M. LA TORRE, *op. cit.*, p. 45).

In linea generale la forma di garanzia esterna più utilizzata risulta essere la polizza assicurativa. Nelle strutture complesse, tuttavia, l'intervento delle banche può essere utile per limitare il numero dei partecipanti all'operazione, aumentando l'efficienza dell'operazione e riducendo di conseguenza i costi. Le istituzioni creditizie sono infatti in grado di fornire diverse tipologie di garanzie, per cui, con l'intervento di una singola controparte bancaria, si possono coprire, ad esempio, oltre al rischio di credito, anche altre tipologie di rischi.

Si fa riferimento, a questo proposito, alla seconda categoria di garanzie esterne, sopra individuate al punto b). In particolare, per coprire il rischio di disallineamento dei tassi di interesse o il rischio di cambio, può essere utile effettuare, rispettivamente, un *interest rate swap* o un *currency swap* con un terzo soggetto, che normalmente è rappresentato da una banca.

Parimenti, per la copertura del rischio di reinvestimento – che sorge quando il portafoglio sottostante comprende *asset* ad alto tasso di interesse in un periodo di tassi calanti, così da indurre i debitori originari alla rinegoziazione del debito – si può ricorrere all'acquisto di un'opzione *call* su titoli emessi da una terza controparte che paghino un interesse prestabilito e sufficiente al servizio delle ABS.

Infine, soggetti bancari terzi possono intervenire per la copertura del rischio di liquidità attraverso l'apertura di linee di credito a favore dello SPV, alle quali quest'ultimo potrà accedervi in qualsiasi situazione di bisogno.

A conclusione dell'intera analisi delle diverse forme di *credit enhancement* è importante sottolineare che, sebbene il più delle volte le operazioni di *securitisation* siano assistite da una simultanea combinazione di differenti strutture di garanzia, la scelta tra queste e, a monte, la decisione dell'ammontare di *credit enhancement* da richiedere dipendono da un insieme di numerosi fattori<sup>24</sup> riconducibili, in estrema sintesi, ad una attenta valutazione del *trade-off* tra costi da sostenere e benefici offerti, la quale, a sua volta, non può prescindere dall'esame della particolare struttura dell'operazione medesima<sup>25</sup>.

### 3.2.2. Gli operatori coinvolti e le funzioni svolte

Il perfezionamento di un'operazione di *securitisation* dei crediti, per quanto semplice nel suo schema base, nella pratica operativa comprende una pluralità di attività (poco standardizzate e, per questo, tutte oggetto di specifiche patteggiamenti contrattuali) e, di conseguenza, molteplici soggetti.

---

<sup>24</sup> Si vedano P.W. FEENEY, *op. cit.*, p. 133; J. HENDERSON, *op. cit.*, p. 64.

<sup>25</sup> Si veda M. LA TORRE, *op. cit.*, p. 47.

Oltre all'*originator*, alla società veicolo, agli investitori e ai debitori ceduti, a seconda del grado di complessità dell'operazione possono essere coinvolti, infatti, tutti o alcuni dei seguenti operatori (v. figura 3.2.):

- a) il *servicer*: è il soggetto responsabile della gestione delle poste attive cartolarizzate, dei flussi di cassa da esse generati e di tutte le eventuali problematiche che possono verificarsi, ad esempio, in caso di *default* dei debitori originari. In linea generale il *servicer* viene nominato dallo SPV. Secondo la legge italiana, deve trattarsi di una banca o di un altro intermediario finanziario vigilato. Nelle operazioni di *securitisation* di prestiti bancari, ovviamente, la funzione di *servicing* viene svolta, di norma, dall'*originator* medesimo: così facendo, oltre a risparmiare le commissioni per il servizio, la banca cedente continua a mantenere tutti i rapporti commerciali con i clienti cartolarizzati;
- b) la controparte garante: come già anticipato, si tratta dei soggetti che prestano forme di *internal e/o external credit enhancement* (*originator*, banche, compagnie di assicurazioni);
- c) le controparti di *hedging*: sono gli operatori (intermediari finanziari) con i quali si stipulano contratti derivati al fine di coprire gli eventuali rischi di disallineamento nelle modalità o nella tempistica dei flussi di cassa;
- d) l'agenzia di *rating*: sempre per la legge italiana, la valutazione del merito di credito dei titoli frutto di operazioni di *securitisation* da parte di un'agenzia ECAI (cioè ufficialmente riconosciuta dalle autorità di vigilanza)<sup>26</sup> è obbligatoria per le emissioni offerte al pubblico. Tale valutazione deve essere formulata tenendo conto di tre tipologie principali di rischio connaturate in queste operazioni: il rischio di credito del portafoglio ceduto, il rischio di struttura (riconducibile alla possibilità, da un lato, che ci verifichi – come già visto – un *mismatching* fra i flussi da pagare agli investitori e quelli incassati dai debitori ceduti e, dall'altro, che si manifestino eventi negativi imputabili a una non corretta organizzazione, dal punto di vista giuridico, contabile o fiscale, dell'operazione) e, infine, i rischi più generali legati ai diversi soggetti coinvolti;
- e) la *merchant bank* o banca d'investimento: è l'intermediario che si occupa del classamento dei titoli presso gli investitori istituzionali – nell'ipotesi di *private placement* – oppure direttamente sul mercato – nel caso in cui il collocamento venga realizzato tramite offerta pubblica. A tal fine la *mer-*

---

<sup>26</sup> Le maggiori agenzie di rating attive a livello internazionale nel settore della finanza strutturata sono: S&P, Moody's, Fitch e DBRS. Di recente si sono aggiunte ARC, Scope e Kroll (C. PIEROTTI, *La cartolarizzazione – Esperienza sul campo*, Master in Corporate Finance and Banking, Unito, materiale didattico, 2022, p. 22).

*chant bank*, di norma, organizza il sindacato di collocamento, al cui interno assume il ruolo di capofila o *lead manager*. È da sottolineare infine come la *merchant bank*, oltre a svolgere i classici compiti di coordinatore del sindacato, sovente risulti essere la vera promotrice dell'intera operazione di finanza strutturata e/o svolga anche la funzione di controparte di *hedging*<sup>27</sup>;

- f) il *trustee*: in molte strutture, soprattutto se di rilevanza internazionale, è prevista la figura del fiduciario (banca o altra istituzione finanziaria). Il suo ruolo consiste fundamentalmente nel fungere da tramite tra lo SPV e il gruppo degli investitori, al fine di assicurare ulteriore tutela agli interessi di questi ultimi attraverso attività non solo ispettive ma anche di direzione e di amministrazione nei confronti sia della società veicolo sia del *servicer*;
- g) gli altri soggetti coinvolti: a seconda delle diverse prassi di mercato possono assumere denominazioni differenti ma nella sostanza si tratta dei consulenti legali<sup>28</sup> e fiscali, della società di certificazione, del *principal paying agent* (l'agente di pagamento è il soggetto tramite il quale vengono effettuati i pagamenti degli interessi maturati sui titoli emessi e il rimborso del capitale a scadenza; si tratta in pratica del cassiere dello SPV e di norma tale ruolo viene svolto da una banca, che sua volta può coincidere con il *servicer*), del *fiscal agent* (è il soggetto che opera per conto dello SPV con il compito di adempiere a tutte le formalità e gli obblighi connessi

---

<sup>27</sup> In buona sostanza la banca d'investimento può svolgere tre funzioni (C. PIEROTTI, *op. cit.*, p. 17):

a) *strutturazione e project management (arranger)*: riceve le informazioni sul portafoglio dall'*originator*, negozia con le agenzie di *rating*, fa in modo che la tempistica venga rispettata da tutti gli attori e che i documenti dell'operazione siano corretti e *market standard*;

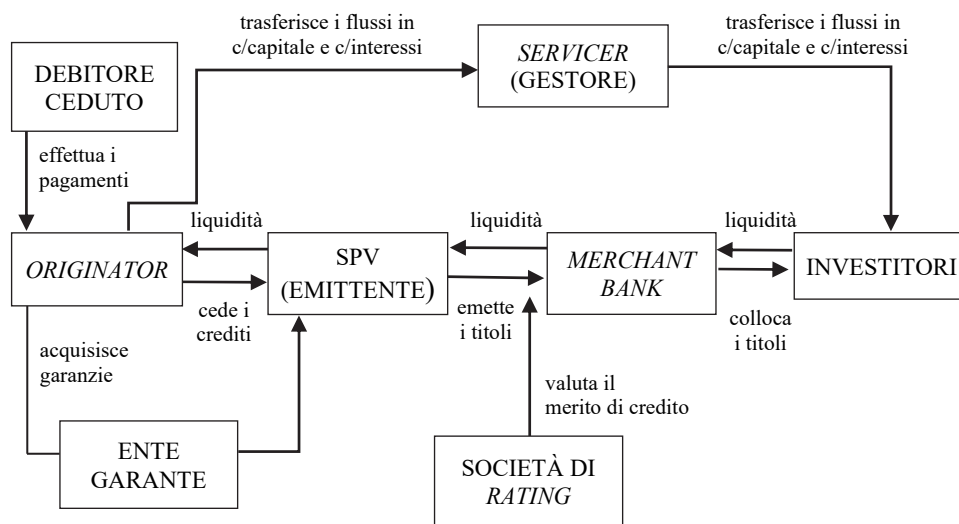
b) *placement agent*: una volta che la documentazione dei titoli è completa, i titoli sono pronti per essere emessi, il *rating* e il *listing* sono stati ottenuti, il *placement agent* rende pubblica la cartolarizzazione sul mercato e gestisce gli ordini che arrivano dai vari investitori. A seconda della domanda, fissa il prezzo delle varie *tranches*;

c) *hedging counterparty*: nelle operazioni di cartolarizzazione dove vi è un *mismatch* fra tasso fisso/tasso variabile del portafoglio e delle ABS è di solito necessario mettere in piedi un *interest rate swap* o una struttura opzionale *cap*. Così come nel caso di rischio di valuta.

<sup>28</sup> La documentazione di un'operazione di cartolarizzazione (il cosiddetto *offering memorandum*) è molto complessa perché lo SPV, come abbiamo già visto, è una scatola vuota: come agente passivo non può assumere decisioni in autonomia ma solo fare ciò che i documenti dicono; inoltre si deve circondare di una serie di attori indipendenti che lo supportino nella gestione del portafoglio crediti e dei titoli ABS e i documenti regolano per l'appunto i compiti di tali attori. Normalmente lo studio legale dell'*arranger* si occupa della stesura materiale dell'*offering memorandum* mentre gli studi legali degli altri attori coinvolti nell'operazione rivedono e commentano (C. PIEROTTI, *op. cit.*, p. 24).

all'emissione e alla gestione dei titoli ABS; può coincidere con il *principal paying agent* e, se del caso, con il *servicer*) ed, eventualmente, della *conduit bank*<sup>29</sup>.

Figura 3.2. – Lo schema operativo di un'operazione di cartolarizzazione dei crediti



Fonte: M. DAMILANO, *op. cit.*, p. 26.

<sup>29</sup> La *conduit* è una società veicolo *multiseller*, cioè una società specializzata nell'acquisto di crediti da più *originator* (ad esempio piccole e medie imprese) che procede poi a impacchettarli e cartolarizzarli. La presenza della *conduit bank* può però essere riscontrata anche nelle operazioni di *securitisation* che prevedono il coinvolgimento di due veicoli, di diversa nazionalità, laddove essa svolge il ruolo di tramite per ragioni squisitamente fiscali.