**NUOVI STRUMENTI** ■ A ruba i bond emessi dalla Leonardo

# Securitization sugli aerei, un successo di IntesaBci

## ■ I BIG DEI DERIVATI DI CREDITO

| | Banca | Derivati di credito (Tot.)* | Protezione venduta* | Protezione acquistata* |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Morgan Guaranty Tc of Ny | 271,35 | 116,18 | 155,16 |
| 2 | Citibank Na | 68,24 | 24,65 | 43,58 |
| 3 | IntesaBci | 53,14 | 28,63 | 24,50 |
| 4 | Bank of Amer. Na | 44,33 | 13,89 | 30,44 |
| 5 | Chase Manhattan Bk | 27,23 | 12,16 | 15,07 |
| 6 | WestDeutsche Lb Ny | 6,47 | 1,60 | 4,86 |
| 7 | Société Générale Ny | 6,08 | 1,34 | 4,73 |
| 8 | Credit Lyonnais Ny | 5,27 | 2,30 | 2,97 |
| 9 | Credit Agricole Indosuez Ny | 5,15 | 4,02 | 1,12 |
| 10 | Pnc Bk Na | 4,39 | 0,00 | 4,39 |

(*) Dati relativi al quarto trimestre 2000, in miliardi di dollari

Fonte: Office of the Controller of the Currency

**MILANO** ■ Le richieste sono arrivate da investitori di tutta Europa: Austria, Germania, Francia e Italia in testa. E hanno superato di circa due volte l'offerta. È dunque decollata con successo la cartolarizzazione "sintetica" da un miliardo di dollari lanciata da **IntesaBci** su un portafoglio di prestiti concessi a compagnie aeree. Operazione che rappresenta un inedito mondiale: mai nessuno aveva "cartolarizzato", cioè trasformato in titoli obbligazionari, crediti di questo tipo. Tanto meno con una securitization di tipo "sintetico", sofisticata tecnica finanziaria che consente di sbarazzarsi del solo rischio di credito senza cedere il portafoglio dei prestiti che l'ha generato.

E forse è stata proprio questa innovazione, sia nella struttura che nel portafoglio sottostante, a incuriosire gli investitori. Che hanno dimostrato un interesse superiore alle speranze degli stessi organizzatori: IntesaBci e **Merrill Lynch** (joint bookrunner) e **Crédit Agricole Indosuez** (senior co-lead manager). «L'operazione è nuova perché riguarda una classe di attivi rara — commenta soddisfatto Paolo Gribaudi, responsabile del gruppo credit derivatives di IntesaBci —. Ha quindi attratto l'attenzione degli investitori in un'ottica di diversificazione».

La struttura dell'operazione, illustrata recentemente a Milano (si veda «Il Sole 24 Ore» del 23 marzo), è alquanto complicata. IntesaBci, attraverso strumenti derivati di credito (*credit default swap*), ha ceduto a Merrill Lynch il rischio di credito derivante da un portafoglio composto da 125 prestiti concessi a 30 compagnie aeree (tra cui British Airways, Klm, Alitalia e Air France). In questo modo, dietro pagamento di un premio, l'istituto presieduto da Giovanni Bazoli ha comprato "protezione" contro l'eventualità di un mancato pagamento di alcuni di questi prestiti. Questa è la differenza che separa un'operazione "sintetica" da una cartolarizzazione tradizionale: IntesaBci ha ceduto a Merrill Lynch solo il rischio di credito, mantenendo il portafoglio dei prestiti nei libri.

Ma anche Merrill Lynch ha acquistato protezione. Attraverso un secondo *credit default swap* ha infatti ceduto parte del rischio a Leonardo, una società-veicolo appositamente costituita. E ieri Leonardo ha lanciato sul mercato tre prestiti obbligazionari, subordinati l'uno all'altro, per un importo totale di 173,6 milioni di euro. Le tranche sono tre. La prima, da 56 milioni di euro e rating di "AAA", offre un rendimento pari al tasso Euribor a tre mesi maggiorato di 45 punti base. La seconda, da 84 milioni e rating di "AA", ha invece un margine di 70 punti base sopra il tasso interbancario. L'ultima tranche, da 33,6 milioni e rating di "A", ha uno spread di 115 punti base.

Cosa succederebbe nel caso di insolvenza di alcuni crediti compresi nel portafoglio? Si azionerebbe una sorta di "cascata". Le prime perdite (fino al 6,5%) colpirebbero solo Merrill Lynch. Poi andrebbero a intaccare i bond emessi da Leonardo: prima l'ultima tranche, poi la seconda e infine la prima. Ma queste ultime sono ipotesi da fanta-finanza, come dimostrano gli elevati rating dei bond.

I prestiti concessi alle compagnie aeree presentano, tra l'altro, alcune garanzie. Innanzitutto sono garantiti, per il 97,1%, da ipoteche sugli aerei. In secondo luogo gli aerei sono una vera e propria "commodity", merce facilmente vendibile. Affinché avvenga una perdita all'interno della cartolarizzazione, dunque, si dovranno verificare due eventi: un'insolvenza da parte di una compagnia aerea, ma anche una situazione in cui il valore di mercato dell'aereo non sia sufficiente a ripagare in pieno il prestito. Gli investitori, insomma, possono dormire sonni tranquilli.

**MORYA LONGO**