

Securitization più facile con i derivati del credito

DI FRANCESCO CAPUTO NASSETTI *

L'uso dei derivati di credito, o *credit derivatives*, all'interno di operazioni di cartolarizzazione (chiamate *synthetic securitization*) sta diventando sempre più popolare nei mercati internazionali. I derivati di credito sono contratti finanziari che consentono il trasferimento del rischio di credito contro il pagamento di un premio. Tali strumenti si adattano, in modo particolare, a operazioni di cartolarizzazione in quanto, consentono di trasferire il rischio di credito in modo "sintetico", cioè senza la vendita dell'attività sottostante. I *credit derivatives* sono diventati sempre più popolari negli ultimi anni raggiungendo un volume di contratti in essere stimato nel 1999 pari a circa 800 miliardi di dollari (rispetto ai circa 40 miliardi del 1996) con una previsione di raggiungere i 1.000 miliardi di dollari nel 2000.

Nel caso della *synthetic securitization* la banca *originator* compra protezione mediante contratti derivati di credito (lo strumento più comunemente utilizzato prende il nome di *credit default swap*) mantenendo nel proprio bilancio le attività oggetto della cartolarizzazione. Il risultato combinato permette alla banca che effettua un'operazione di *synthetic securitization* di liberare capitale regolamentare e di ridurre il rischio di credito, consentendole di effettuare nuovi impieghi.

I vantaggi/svantaggi che caratterizzano le *synthetic securitization* rispetto a quelle classiche possono essere riassunti come segue.

- In una cartolarizzazione classica esistono problematiche legali, fiscali

e regolamentari per il trasferimento dell'attivo allo Spv, mentre in quella sintetica tali aspetti non sussistono, in quanto l'attivo rimane nel bilancio della banca. Questo si traduce in un processo amministrativo molto semplificato e in una documentazione decisamente più snella.

- La mancata vendita dell'attivo consente, però, alla banca che ha una relazione diretta con i propri clienti di non comunicare l'acquisto della protezione da lei effettuato.

- La non esistenza di una vendita effet-

tà dello strumento. In una cartolarizzazione classica il portafoglio ceduto genera dei *cash flows* che devono essere collegati ai pagamenti delle cedole dei titoli emessi. In una *synthetic securitisation* gli unici movimenti di cassa sono rappresentati dai premi che sono pagati come commissioni a fronte delle garanzie.

Questo mercato sta evolvendosi rapidamente con una crescita continua. Le operazioni che sono finalizzate non sempre sono perfezionate pubblicamente, ma spesso sono negoziate bilateralmente tra le controparti sotto forma di *private placement*.

Grazie ai vantaggi offerti da queste strutture non è difficile prevedere un aumento di operazioni di questo tipo, mentre le cartolarizzazioni

classiche, prima di raggiungere le dimensioni che meritano dovranno ancora attendere che il mercato del credito in Italia diventi più efficiente. Ci si riferisce al fatto che numerose banche non prezzano — per diverse ragioni, tra cui l'insensibilità al Roe (*Return of equity*) derivante dal penetrante controllo pubblico — il "credito" ai valori oggettivamente corretti, cosicché le società di buona qualità preferiscono utilizzare le linee di credito messe a disposizione dalle banche a margini inferiori e ricorrere alla cartolarizzazione soltanto quando la loro capacità di credito è esaurita o il costo del finanziamento bancario è superiore a quello della cartolarizzazione. Questo fenomeno è destinato a durare fintantoché vi siano banche disposte a fare impieghi a rendimenti che non creano valore per gli azionisti.

Comit: col credit default swap cartolarizzazione a basso costo

tiva consente alla banca di cartolarizzare anche attivi che per definizione non possono essere trasferiti, come ad esempio impegni a erogare fondi a fronte di facilitazioni non utilizzate, impegni relativi all'emissione di lettere di credito, impegni di firma, rischi indiretti.

- Con una transazione sintetica è possibile effettuare operazioni di importi consistenti, facendo ricorso al mercato delle obbligazioni per importi modesti.

- Uno svantaggio di queste strutture è quello che il capitale regolamentare che è liberato non è pari al cento per cento come nelle strutture classiche, ma si riduce al 20%, in quanto l'acquisto di protezione tramite *credit default swap* è assimilato a una garanzia bancaria.

Tra gli altri aspetti, infine, va posto l'accento sulla flessibilità e semplici-